**Курсовая работа**

На тему:

**«Экономическая сторона рынка ценных бумаг»**

Уфа 2010

**Введение**

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

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

Ранее в условиях плановой экономики некоторые виды ценных бумаг использовались в имущественных отношениях (облигации и лотерейные билеты в отношениях с участием граждан, векселя во внешнеторговом обороте). В настоящее время переход к рыночной организации экономики и формирование рынка ценных бумаг потребовали возрождения и использования всего многообразия ценных бумаг. Российский рынок ценных бумаг в настоящее время представляет собой бурно развивающуюся сферу финансового рынка страны. Сегодня эта часть рынка еще не до конца сформирована с точки зрения законодательства, налогообложения и структуры. Именно поэтому, данная тема актуальна для написания работы, а в которой основным моментом является проведение анализа и высказывание предложений на будущее.

Как и любой другой, рынок ценных бумаг очень сложен по своей структуре, а тем более в условиях развивающихся и совершенствующихся рыночных отношений.

Российскую экономику сложно сравнивать с экономикой любой другой страны в силу сотни различных причин. Но у России может быть сколько угодно особых исторических путей, но от подчинения общим закономерностям ей все равно не уйти, поэтому финансовый рынок и в России, рынок на котором одни деньги и денежные средства продаются за другие, и ценные бумаги являются одним из объектов гражданских правоотношений.

Цель моей работы – показать рынок ценных бумаг с экономической стороны, а также кратко рассмотреть его структуру и особенности нашей страны.

**1. Общая характеристика рынка ценных бумаг**

* 1. **Возникновение и развитие рынка ценных бумаг**

Первые ценные бумаги появились ещё в недрах феодализма. В период XVII–XVIII веков они стали играть роль альтернативного инструмента привлечения государством временно свободных финансовых ресурсов. Причины их появления были связаны с потребностью финансирования всё возраставших государственных расходов, предоставлением межгосударственных займов и с другими целями. Поэтому исторически первыми появились именно государственные долговые обязательства, оформленные в виде ценных бумаг, т.е. государственные облигации.

Появление первых ценных бумаг ознаменовало создание и рынков их обращения, т.е. сфер, где они продавались и покупались. Первые рынки ценных бумаг возникли в этот же период в развитых странах западной Европы.

Вслед за государством, интерес к альтернативным инструментам привлечения финансовых ресурсов стал проявлять и частный сектор экономики. Частные ценные бумаги в виде акций появились в т.н. период первоначального накопления капитала. Их появление связано с возникновением в XVII веке акционерных компаний в отдельных странах. Пионерами здесь считаются Ост-индская и Вест-индская компании Голландии, занимавшиеся колониальной торговлей. Эта деятельность приносила высокие прибыли и способствовала быстрому росту цен выпущенных ими акций.

С появлением акций и расширением спекулятивной торговли ими появляются и первые фондовые биржи. Исторически первым считается появление фондовой биржи, учреждённой в XVП веке в голландском городе Амстердаме. В этот же период фондовые биржи получили развитие в Англии, Франции, Германии и т.д. Лидерство в биржевой фондовой торговле на долгие годы закрепилось за Англией.

В последующем на рынках ценных бумаг появились и частные, т.е. корпоративные облигации. Они не изменяли отношений собственности в отличие от акций, приносили стабильный доход и поэтому быстро завоевали популярность.

Развитие рынков ценных бумаг в мире происходило неравномерно, как по странам, так и во времени. Быстрее их эволюция протекала в промышленно развитых станах. В отдельные временные периоды наблюдались всплески активности развития рынков ценных бумаг.

Один из них отмечался в конце XIX – начале XX века. Это было связано с научно-технической и промышленной революцией, начавшейся в мире, в частности со строительством железных дорог. При этом происходило массовое создание и развитие акционерных компаний различных сфер деятельности. Оборот ценных бумаг происходил преимущественно на фондовых биржах, поскольку внебиржевых рынков в этот период практически не существовало.

Бурное развитие рынков ценных бумаг отмечалось также в период после завершения мирового экономического кризиса – т.н. «великой депрессии», в 30-е годы XX века. Этот период характеризовался усилением процессов концентрации и централизации капитала в развитых странах. С этого же периода рынки ценных бумаг начинают активно регулироваться государством с целью устранения мошенничеств и злоупотреблений, нередко возникавших в этой сфере. Формируются также новые сегменты рынка ценных бумаг, в частности внебиржевой первичный рынок.

После окончания Второй мировой войны наблюдался очередной период бурного развития национальных рынков ценных бумаг. Причинами послужили: расширение научно-технической и промышленной революции, процессы бурного обновления технологий в производственной и информационной сферах, усиление международной конкуренции и др. Этот период характеризовался резким увеличением разнообразия видов ценных бумаг, в частности появлением производных, международных частных ценных бумаг, а также т.н. финансовых инструментов и т.д. Происходит дальнейшее усложнение инфраструктуры рынка ценных бумаг. Помимо фондовой биржи и первичного внебиржевого рынка, начал функционировать т.н. «уличный» (организованный вторичный внебиржевой) рынок.

Эволюция рынков ценных бумаг в странах, пострадавших от войны была существенно замедлена, поэтому лидирующие позиции здесь до сих пор сохраняют США и некоторые другие страны.

В отдельных странах, где преобладали централизованные системы государственного управления экономикой, развитие рынков ценных бумаг происходило особыми путями. Примером может служить СССР, где рынок ценных бумаг практически отсутствовал. Лишь в короткий период НЭП (1922 – 28 гг.) в стране, наряду с государственными, происходило обращение и частных ценных бумаг. Поэтому современное развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации – историческом преемнике СССР, сегодня существенно отстаёт от других стран.

Таким образом, усиление роли государства, научно-техническая революция, промышленный рост и расширение акционерной формы собственности явились главными причинами возникновения и развития рынков ценных бумаг в мире.

* 1. **Виды ценных бумаг и их характеристики**

На рынке ценных бумаг обращается фиктивный капитал. Он возникает вследствие приобретения ценных бумаг, предоставляющих право получения определённого дохода в виде процента, дисконта или дивиденда. Появление фиктивного капитала исторически связано с развитием форм ссудного капитала.

Первоначальной формой фиктивного капитала выступали облигации государственных займов. В последующем появились акции и корпоративные облигации. Поэтому современная структура фиктивного капитала включает три основные формы, а именно: акции, корпоративные облигации и государственные облигации. Эти три формы составляют понятие классических видов ценных бумаг. Все другие виды ценных бумаг считаются производными от классических.

Облигации выражают кредитные отношения. Выпускаются в обращение, т.е. продаются эмитентами – частными и государственными юридическими лицами на определённый срок. По истечении этого срока они выкупаются обратно. Облигации гарантируют возврат вложенных средств и получение установленного стабильного дохода в виде процента либо дисконта.

Акции выражают отношения совладения капиталом. Выпускаются в обращение эмитентами – юридическими лицами на всё время существования эмитента, т.е. по существу бессрочны. Они предоставляют право получения части прибыли в виде дивиденда (обыкновенные и привилегированные акции), а также право участия в управлении капиталом (только обыкновенные акции). Стабильность дохода, приносимого обыкновенными акциями, не гарантируется в отличие от привилегированных.

**Корпоративные облигации**

Корпоративные облигации представляют собой долгосрочные и среднесрочные займы, размещаемые на рынке ценных бумаг. Облигации могут отличаться друг от друга доходностью, сроком действия, целевым назначением, обеспеченностью или необеспеченностью и др. В развитых странах существует большое разнообразие видов корпоративных облигаций. Например, в США можно выделить: промышленные, коммунальные, ипотечные, сезонные, гарантийно-конвертируемые, экологические и другие виды облигаций.

Корпоративные облигации преобладают в структуре источников финансирования экономики, занимая более 70% всех средств, привлекаемых через рынок ценных бумаг. Их приоритет обусловлен долгосрочностью и не изменением отношений собственности.

Все облигации по признаку качества и надёжности делятся международными и национальными рейтинговыми агентствами на ряд групп.

Облигации, как и другие ценные бумаги, являются объектом инвестирования и приносят владельцам доход. Общий доход по облигации включает следующие составляющие:

– периодически выплачиваемые проценты (купонный доход);

– изменение стоимости облигации за определённый период времени;

– доход от реинвестирования выплаченных процентов.

**Акции**

По признаку получения дохода акции делятся на обыкновенные и привилегированные. Дивиденды, т.е. часть прибыли, выплачиваемые по обыкновенным акциям, зависят от колебаний размера прибыли компании и, как правило, они ниже доходов по привилегированным акциям. Обыкновенные акции, в отличие от привилегированных, предоставляют владельцу право голоса на общем собрании акционеров. Кроме того, владельцы любых видов акций имеют первоочередное право на приобретение новых акций, выпускаемых компанией, а также право на определённую часть имущества компании при её ликвидации. По другим признакам акции могут быть предъявительскими и именными, одноголосыми и многоголосыми и т.д. Акции имеют три формы стоимости: нарицательную, балансовую (отношение чистой стоимости активов компании к количеству выпущенных акций) и рыночную.

Номинальная стоимость акций, как уже отмечалось – величина довольно условная. Акции продаются и покупаются по ценам, как правило, не привязанным к номиналу. Могут выпускаться акции и без указания номинала. Фактически акция представляет собой бессрочную ссуду эмитенту и не имеет гарантированной стоимости погашения, а также установленного твёрдого размера дохода, в отличие от облигации.

**Государственные облигации**

Государственные облигации более надёжны и менее доходны по сравнению с корпоративными. Главным назначением их выпуска является покрытие дефицита бюджета и образование таким образом государственного долга. Стоимостные характеристики государственных облигаций аналогичны корпоративным облигациям. В развитых странах они делятся на три основные группы: рыночные, нерыночные и облигации специальных займов.

Рыночные свободно обращаются на рынке и делятся в свою очередь на три вида: краткосрочные облигации и казначейские векселя со сроком обращения до одного года; среднесрочные облигации или ноты со сроком обращения от 1 до 5 лет; долгосрочные облигации или боны со сроком обращения от 5 до 25 лет.

Нерыночные облигации покупаются только один раз, т.е. их перепродажи не существует. К ним относятся т.н. сберегательные боны, налоговые сберегательные ноты и др. Облигации специальных займов предназначены для приобретения только страховыми компаниями и пенсионными фондами. Другие инвесторы приобрести их не могут.

В нашей стране, начиная с 20-х годов XX века, существовали практически только государственные займы. Они нередко носили принудительный характер и были мало привлекательными для многих инвесторов. После распада СССР, РФ стала приемником союзных государственных долговых обязательств и приступила к выпуску новых займов. Наиболее известными из них стали: Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО), Казначейские обязательства (КО), Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ).

**Производные ценные бумаги (деривативы)**

Производные ценные бумаги (деривативы) получили широкое развитие в 60 – 80 годы XX века в рыночной экономике «западных» стран. Это связано с изменениями структуры современного рынка ценных бумаг. К ним относят любые ценные бумаги, цена которых внутренне зависит от цены базового актива, лежащего в их основе. Главными видами деривативов являются: конвертируемые облигации, варранты, фьючерсы, опционы, депозитарные расписки и др. разновидности. Операции с производными бумагами проводятся во всех развитых странах, как на первичном, так и на вторичном рынках.

**Конвертируемые облигации** предоставляют держателю право обменять (конвертировать) их при определённых условиях на акции по номиналу либо за дополнительную плату. Держатель такой бумаги реализует свое право, если доход по акции превысит доходность конвертируемой облигации, а цена конверсии (например, одна облигация 100 $=20 акций по 5 $) будет равна или выше рыночной цены акции при условии немедленной поставки (сделка «спот»).

**Варранты** – документы, предоставляющие право на покупку по установленной цене (цене подписки) в течение определённого периода времени классических видов ценных бумаг – акций и облигаций, выпущенных тем же эмитентом. Примером может служить выпускавшийся ранее российский приватизационный чек или ваучер – в обиходе.

Варранты очень схожи с опционами (о них скажем ниже). Однако первые выпускаются в обращение по решению эмитента, а вторые эмитируются по решению сторон опционной сделки. Кроме того, варранты имеют более длительные сроки обращения по сравнению с опционами.

**Фьючерсы** – срочные контракты (взаимные обязательства сторон), заключаемые по поводу купли-продажи в будущем (на установленную дату) классических видов ценных бумаг по цене, зафиксированной при их подписании. Поставка реальных бумаг по фьючерсам не обязательна. Могут заключаться также контракты по поводу биржевых индексов и других объектов. Стороны, как правило, ограничиваются взаимными денежными расчётами по результатам сделки в день её исполнения. Такие контракты могут многократно перепродаваться в течение срока их действия, т.е. являются спекулятивным инструментом.

**Опционы** – контракты (с заранее оплаченным правом выбора одной из сторон), заключаемые по поводу купли-продажи в будущем (в установленный период времени) классических видов ценных бумаг по цене, зафиксированной при их подписании, а также фьючерсов на бумаги с фиксированным доходом или на срочные денежные депозиты. Поставка реальных бумаг по этим контрактам, в отличие от фьючерсов, обязательна. Они также являются объектом биржевых спекуляций.

Депозитарные расписки будут рассмотрены в разделе «международные ценные бумаги».

**Финансовые инструменты**

Финансовые инструменты отражают процесс секъюритизации, то есть оформления в виде ценных бумаг кредитных орудий обращения и задолженностей банков и других субъектов корпорациям и гражданам. Наиболее широкое распространение среди них получили: сберегательные и депозитные сертификаты, инвестиционные сертификаты и векселя.

**Сертификат** представляет собой письменное свидетельство банка о депонировании определённой денежной суммы, с обязательством её возврата вкладчику в установленный срок и выплаты определённого процента. Различные виды сертификатов отличаются друг от друга минимальной величиной вкладов, сроком обращения, размером процентных выплат и другими параметрами. Сертификаты могут обращаться на рынке ценных бумаг, их движение носит спекулятивный характер.

**Вексель** – письменное обязательство должника (простой вексель) или приказ кредитора должнику (переводной вексель) об уплате обозначенной суммы в установленный срок. Различают коммерческие (товарные) и финансовые (банковские) векселя. Первые служат инструментом отсрочки платежа при продаже в кредит продукции одним предприятием другому. Вторые – инструментом привлечения краткосрочных финансовых ресурсов банками. Срок обращения векселя, как правило, не превышают 3 – 6 месяцев. В течение этого срока вексель может многократно перепродаваться на рынке.

Реализация долгов на рынке после их оформления в виде ценных бумаг в основном касается долгов граждан кредитно-финансовым учреждениям. Это долги преимущественно по потребительскому и ипотечному кредитам. Гораздо реже продаются долги корпораций, например по промышленным ипотекам. Долги, как и фьючерсы, могут многократно перепродаваться. Их продажа происходит за часть номинальной цены долга. При этом происходит смена кредитора. Реализацией долгов занимаются, главным образом, крупнейшие коммерческие банки.

Существуют также международные задолженности, в частности развивающихся стран. Реализацией этих долгов занимается МВФ и другие международные организации.

**Международные ценные бумаги**

К главным их видам относятся евробумаги и международные депозитарные расписки.

**Евробумаги**: евроноты, еврооблигации и евроакции. Они эмитируются в какой либо стране, номинируются в иностранной валюте и предназначаются для размещения за пределами этой страны.

**Евроноты** выпускаются международными корпорациями на срок от 3 до 6 месяцев. Они приносят изменяющийся процентный доход, ориентированный на ставку ЛИБОР – ставку предложения на Лондонском международном денежном рынке. Эти бумаги выступают одновременно как форма банковского кредита и вид облигационного займа. Рынок евронот начал развиваться с конца 70-х годов XX века.

**Еврооблигации** существуют со второй половины 60-х годов. С их появлением стали функционировать параллельно два рынка: рынок традиционных иностранных займов, размещаемых нерезидентами на одном из национальных рынков, и рынок еврооблигаций, размещаемых одновременно на нескольких международных рынках. Номинальная и рыночная цена еврооблигаций выражается в иностранной валюте. Они являются долгосрочными бумагами, т.к. период обращения разных их выпусков лежит в пределах от 7 до 40 лет. Основными эмитентами выступают международные корпорации, в частности кредитно-финансовые учреждения, правительства стран, а также местные органы власти.

Посреднические услуги при размещении новых выпусков еврооблигаций оказывают инвестиционные и коммерческие банки, а также банкирские дома. С этой целью, как правило, создаётся банковский консорциум, подписывающий соглашение с эмитентом, называемое «андеррайтингом».

В развитых странах выделяют несколько типов еврооблигаций, а именно: обычные или прямые, с плавающей процентной ставкой, с нулевым купоном, с индексируемым процентом, конвертируемые, с опционом.

Наиболее распространены обычные или прямые облигации. По ним выплачивается фиксированный процент. Их курс может меняться в связи с изменениями банковских процентных ставок.

Курс облигаций с плавающей процентной ставкой сильно зависит от колебаний рыночного процента. При его росте, как правило, увеличивается и объём эмиссии облигаций, при снижении – наоборот. Плавающий процент облигаций привязывается к ставке Лондонского рынка ссудного капитала с надбавкой, называемой «СПРЕДО».

Облигации с нулевым купоном позволяют получить доход только при их погашении за счёт разницы эмиссионной и номинальной цен. Этот доход, как правило, не облагается налогами.

Ставка по облигациям с индексируемым процентом привязывается к индексу цен на определённые группы стратегических товаров, в частности нефть, золото и др.

Конвертируемые облигации приносят меньший доход по сравнению с другими, но предоставляют владельцу право обменивать их на акции. Такое происходит в случае, когда дивиденды по акциям существенно превышают купонный процент.

Облигации с опционом позволяют владельцу выбирать различные варианты инвестиционной сделки. Они могут быть обменены на акции, облигации с плавающим и фиксированным процентом и др.

**Российские еврооблигации** (евробонды) начали выпускаться с 1996 г. Они номинировались в долларах США, немецких марках и приносили относительно высокие доходы (9–10% годовых), поскольку были недостаточно надёжными по оценкам «западных» инвесторов. Сроки обращения первых эмиссий составляли 5–10 лет. Они размещались с невысоким успехом на рынках стран Азии, Европы и Америки. Эмиссию еврооблигаций в стране осуществляли также отдельные субъекты Федерации и муниципальные образования, в частности крупные города.

**Евроакции** по объёму эмиссии существенно уступают еврооблигациям. Это объясняется рядом факторов, главными из которых являются: ограниченность института международной фондовой биржи и большее предпочтение инвесторов к хорошо известным им акциям национальных компаний. Эмитентами евроакций выступают преимущественно международные корпорации. Перепродажа этих бумаг происходит и на национальных фондовых биржах, однако далеко не все страны допускают туда иностранные ценные бумаги.

**Международные депозитарные расписки.** Это производные ценные бумаги, выпущенные на бумаги национальных предприятий и имеющие свободное хождение за рубежом.

**1.3 Субъекты рынка ценных бумаг**

Субъекты (участники) рынка ценных бумаг – это физические лица или организации, которые продают или покупают ценные бумаги или обслуживают их оборот и расчеты по ним, т.е. вступают между собой в экономические отношения по поводу ценных бумаг.

Существуют следующие основные группы участников рынка ценных бумаг в зависимости от их функционального назначения:

* эмитенты;
* инвесторы;
* фондовые посредники;
* организации, обслуживающие рынок ценных бумаг;
* государственные органы регулирования и контроля.

Эмитенты – организации, выпускающие ценные бумаги в обращение. Инвесторы – покупатели ценных бумаг, выпущенных в обращение. Фондовые посредники – торговцы, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами на рынке ценных бумаг. Организации, обслуживающие рынок ценных бумаг – организации, выполняющие все другие функции на рынке ценных бумаг, кроме функции купли-продажи. В качестве эмитентов обычно выступают государство, коммерческие предприятия и организации.

В качестве инвесторов выступают физические лица, а также коммерческие организации, заинтересованные в увеличении (приросте) денежных средств.

**2. Российский рынок ценных бумаг: становление, эволюция, перспективы**

После распада СССР и образования Российской Федерации новые власти страны приступили к ускоренным радикальным рыночным преобразованиям. Одним из важных их направлений стало создание фондового рынка – специального механизма, обеспечивающего размещение и вторичное обращение эмитируемых ценных бумаг. Наличие такого рынка является необходимым атрибутом всякой рыночной экономики. При этом важно отметить, что если в развитых странах фондовый рынок длительное время (на протяжении 50-х – первой половины 70-х годов) функционировал в условиях жесткого регулирования со стороны государства, то в России он сразу стал формироваться под воздействием тенденций либерализации и дерегулирования, которые получили развитие в мире с конца 70-х годов.

**2.1 Образование рынка**

Фондовый рынок включает два основных сегмента – государственных и корпоративных ценных бумаг. Начало формирования в России первого из них относиться к 1993 г. Как и в большинстве других стран, главным побудительным мотивом образования рынка государственного внутреннего долга, эмиссии государственных ценных бумаг (ГЦБ) стала масштабная несбалансированность бюджетной системы России, которая сохранялась до конца 90-х годов.

На первых порах практически весь бюджетный дефицит финансировался путем предоставления Центральным банком Министерству финансов льготных кредитных ресурсов, то есть путем денежной эмиссии.

Однако с конца 1994 г. исключительным макроэкономическим приоритетом властей стала борьба с инфляцией. В соответствии с условиями предоставленного МВФ в 1995 г. резервного кредита ключевым элементом денежно-кредитной политики становиться полный отказ от практики эмиссионного финансирования дефицита бюджета. В таких условиях источниками покрытия бюджетного дефицита являлись, во-первых, выпуск и размещение на финансовом рынке государственных ценных бумаг и, во-вторых, привлечение кредитов международных организаций, главным образом МВФ.

Помимо обеспечения неинфляционного источника финансирования бюджета, формирование рынка ГЦБ играло важную роль в процессе становления рыночной системы хозяйствования. Этот рынок предоставляет хозяйствующим субъектам высоколиквидные активы для временного размещения денежных ресурсов, конкурирующие с коммерческими финансовыми инструментами, обеспечивает более полное использование потенциала российских и зарубежных инвесторов. Его функционирование содействует деятельности органов государственного управления в процессе макроэкономического регулирования.

На протяжении первой половины 90-х годов в России производились выпуски государственных долговых обязательств в различной форме. В их числе:

– государственный республиканский внутренний 5%-ный заем 1990 г., выпущенный в качестве составной части программы выпуска государственного 5%-го займа СССР;

– первый государственный внутренний заем РСФСР 1991 г. (при его выпуске впервые в отечественной практике апробировались, во-первых, безбумажная технология депозитарного учета прав собственности на облигации в виде специальных именных счетов заимствования и, во0вторых, практика аукционной продажи обязательств);

– государственный республиканский внутренний заем РСФСР 1991 г., имевший целью покрытия задолженности республиканского бюджета Банку России;

– выпущенные Министерством финансов в 1993 г. именные золотые сертификаты, номинал которых составлял 10 кг золота (доходность по ним гарантировалась на уровне трехмесячной ставки ЛИБОР по долларам плюс 3%);

– облигации внутреннего государственного валютного займа (ОВГВЗ), которые были эмитированы в мае 1993 г. с целью переоформления заблокированных в январе 1992 г. валютных счетов российских предприятий и учреждений во Внешэкономбанке СССР;

– государственные казначейские векселя (ГКВ), выпущенные Министерством финансов в 1994 г. в связи с задолженностью бюджета перед предприятиями и организациями, находившимися на бюджетном финансировании.

– казначейские обязательства (КО), которые, как и казначейские векселя, использовались в качестве паллиатива для покрытия обязательств Минфина перед бюджетными предприятиями и организациями; обращались на вторичном рынке на протяжении 1994–1996 гг.;

– облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), которые выпускались с осени 1995 г. и предназначались дл размещения преимущественно среди физических лиц.

Главным доминирующими видами ГЦБ стали государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО) и облигации федеральных займов (ОФЗ).

Основные параметры ГКО были разработаны Министерством финансов и Банка России в конце 1992 г. И обнародованы в начале 1993 г. Это была государственная именная ценная бумага со сроком обращения до года. Для ГКО были характерны безбумажные технологии эмиссии и обращения и аукционный метод первичного размещения. Они постоянно циркулировали на вторичном рынке, активную роль на котором играл Банк России, являющийся генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО. Источником дохода по этим облигациям являлась разница между продажной, аукционной ценой этих ценных бумаг (ниже номинала) и их номинальной стоимостью при погашении. Торговой площадкой для размещения и вторичного обращения ГКО была избрана московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), которая обеспечивала для этой цели торговую, депозитарную и расчетно-клиринговую системы. Первый аукцион по реализации ГКО был проведен в мае 1993 г.

Вслед за ГКО Министерство финансов приступило с июня 1995 г. К выпуску облигаций федерального займа с переменным купонным доходом (ОФЗ-ПК). Это именные купонные среднесрочные (с периодом обращения свыше года) государственные ценные бумаги, выпускаемые в бездокументарной форме. Величина купонного дохода не была фиксированной и рассчитывалась отдельно для каждого периода выплаты.

В 1996 г. Минфин начал выпускать среднесрочные облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД). В этом случае величина купонной ставки постоянна и действует в течении всего периода обращения данных облигаций.

Количественные параметры развития российского рынка ГЦБ представлены в приложении №1. Из ее данных следует, что на протяжении периода 1993–1997 гг. этот рынок пережил стадию бурного развития. Его номинальный объем увеличился тогда с 0.20 до 436.01 млрд. руб. (данные на конец года), или более чем в 2 тыс. раз. В еще больших размерах – почти в 8 тыс. раз – возрос годовой объем торгов на вторичном рынке (сумма покупок и продаж). Показатель среднего оборота дневной торговой сессии увеличился с 1.43 млрд. руб. В 1993 г. До 3239.59 млрд. руб. в 1996 г., или в 2.3 тыс. раз. В 1996 г. рынок государственных ценных бумаг по размерам операций вышел на первое место среди других финансовых рынков России, опередив валютный.

Огромный рост масштабов рынка ГКО-ОФЗ вызывался дефицитом государственного бюджета, финансирование которого за счет внешних и иных источников было ограниченною В то же время замедление инфляции в 1996–1997 гг. в результате жестокой кредитно-денежной политики и введения валютного коридора повысило привлекательность рублевых инструментов, в первую очередь ГЦБ, в качестве инвестиционного актива. Рынок этих бумаг характеризовался высокой и гарантированной доходностью. В конце 1997 г. Средневзвешенная доходность по ГКО составляла 29.82 до 33.99% годовых, а средние процентные ставки кредитных организаций по депозитам и вкладам, привлекаемых от предприятий и организаций – лишь 12.3% в рублях и 6.7% в иностранной валюте.

Выпуск ГО-ОФЗ действительно сыграл важную роль в качестве источника неинфляционного финансирования дефицита государственного бюджета России. Если в 1994 г. Путем размещения на внутреннем рынке разного рода государственных ценных бумаг было покрыто только 19.4% дефицита федерального бюджета, то в 1995 г. Этот показатель вырос до 60.1%; в 1996 г. Он составил 50.3 и в 1997 г. -44.5%. Однако неспособность властей справиться с дефицитом бюджета привела, в конечном счете, к непомерному разбуханию рынка ГКО-ОФЗ, который на деле превратился в хрупкую финансовую пирамиду.

Кризис и его преодоление

Перейдя некий рубеж, финансирование бюджетного дефицита за счет выпуска ГКО-ОФЗ стало маскировать изъяны макроэкономической политики, неспособность властей решать назревшие коренные проблемы экономики. Дело, как известно, закономерно завершилось обрушением рынка этих бумаг. 17 августа 1998 г. Российское правительство обнародовало ряд принятых им экстраординарных решений, которые в частности, предусматривали «замораживание» на 3 месяца выплат по ГКО-ОФЗ со сроками погашения до 31 декабря 1999 г., а также реструктуризацию последних в новые долговые обязательства со сроком погашения 3–5 лет. Таким образом, власти практически объявили дефолт по этим обязательствам.

Финансовый кризис нанес рынку ГЦБ тяжелый удар. С 15 августа торги на этом рынке были приостановлены и возобновились только в январе 1999 г. Вследствие резкого сокращения объема аукционов по размещению государственных долговых обязательств, с одной стороны, и погашения облигаций с истекшими сроками обращения – другой, на протяжении 1998–2001 гг. номинальный объем рынка ГЦБ постоянно уменьшался. По сравнению с 1997 г. Он сократился в 2.7 раза. В 1999 г. Годовой оборот сделок на вторичном рынке ГКО-ОФЗ понизился против показателя 1997 г. в 8.2 раза.

Власти предпринимали усилия по восстановлению и стабилизации рынка ГЦБ. В течение 1999 г. Была проведена реструктуризация – так называемая новация – по этим бумагам. По договоренности с их держателями заблокированные ГКО-ОФЗ были заменены новыми обязательствами с частичной выплатой денежных средств. После окончательного завершения новации на 1 июля 2000 г. Инвесторами были обменены 99.49% их совокупного портфеля. Объем выпуска новых внутренних ценных бумаг составил по номинальной стоимости 2.9 млрд. долл. В процессе новаций был выпущен новый финансовый инструмент – облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФД, или ОФЗ-ФК). Купонные ставки по этим бумагам принимают различные значения на протяжении периода их обращения.

Была также осуществлена новация по третьей серии ОВГВЗ со сроком погашения 14 мая 1999 г. (облигации перовой и второй серий были погашены соответственно в 1994 г. И 1996 г.). Эта новация состояла в обмене ОВГВЗ на облигации государственного валютного займа (ОГВЗ) выпуска 1999 г. и / или рублевые облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом.

Стратегия властей

С начала 2000-х годов в России сложились чрезвычайно благоприятные внутренние и внешние экономические условия, связанные главным образом с резким ростом мировых цен на углеводородное сырье и другие традиционные товары российского экспорта. В числе этих условий – возобновление и ускорение экономического роста, значительное снижение темпов инфляции, масштабное расширение внешнеэкономического товарооборота, беспрецедентное увеличение размеров избыточного сальдо торгового баланса и счета текущих операций платежного баланса, соответственно резкое наращивание объема поступающий в страну экспортной валютной выручки, укрепление национальной валюты, повышение доверия со стороны бизнеса и населения к государственным органам.

Улучшение макроэкономической ситуации позволило существенно укрепить государственные финансы, обеспечить значительное превышение государственных доходов над расходами.

При таких обстоятельствах взаимодействие между состоянием государственного бюджета и динамикой государственного долга изменилось кардинальным образом: если в 90-х годах бюджетный дефицит покрывался за счет привлечения внутренних ресурсов и иностранных кредитов, то теперь, напротив, профицит бюджета стал основным источником погашения задолженности по привлеченным ранее кредитам. Однако власти заботились и о том (что закономерно), чтобы наличие устойчивого профицита государственного бюджета не привело к полному прекращению эмиссии рублевых долговых обязательств, к ликвидации рынка внутреннего государственного долга.

В докладе Министерства финансов РФ об основных направлениях политики в сфере государственного долга, подготовленном в марте 2003 г., были, в частности, изложены принципиальные целевые установки на период до 2008 г. В нем говорилось: «Основной целью долговой стратегии должно являться обеспечение благоприятных условий для проведения гибкой политики в финансовой, налоговой, бюджетной сфере, предполагающих увеличение значения государственных заимствований в качестве основного источника рефинансирования государственного долга». Ставилось целью «проведение активной государственной заемной политики», осуществление «операций по оптимизации структуры государственного долга».

В докладе были сформулированы базовые принципы стратегии в области государственного долга, а именно:

1) объем новых государственных заимствований не должен превышать масштабов погашения государственного долга;

2) размер государственного долга и его структура должны обеспечивать гарантированное выполнение обязательств по его обслуживанию и погашению, а также возможность рефинансирования долга;

3) долговая политика должна создавать условия для использования наиболее благоприятных на соответствующий период источников, форм и инструментов заимствований;

4) долговая политика должна быть нацелена на постоянное и активное управление государственным долгом с целью уменьшения связанных с его структурой рисков и снижения стоимости его обслуживания;

5) должно произойти существенное увеличение удельного веса внутреннего долга в структуре государственного долга.

Особое внимание было обращено на риски, связанные с большим объемом долга, номинированного в иностранной валюте, и в этой связи указывалось на необходимость постепенного замещения внешнего долга внутренним.

По состоянию на начало 2005 г. на внешний долг приходилось 80% общей суммы российского государственного долга, на внутренний – 20%. К концу 2008 г. предполагается долю первого уменьшить до 57%, а второго – увеличить до 43%. Более того, власти ставят целью в течение шести-восьми лет уравнять соотношение внешнего и внутреннего долга.

Действительно, объем использования профицита федерального бюджета для погашения внешнего государственного долга в совокупности возрос с 97.2% в 2000 г. до 139.7% в 2002 г. (итоговые значения покрытия профицита бюджета, соответствующие в сумме 100%, включают также относящиеся к внутреннему финансированию показатели с противоположным знаком, а именно – новые выпуски рублевых ОФЗ и другие виды внутренних доходов). Правда, в последующем в связи с резким ростом профицита и финансированием чистого погашения внутренних обязательств этот показатель понизился до 51.6% в 2005 г. В результате сумма государственного долга России сократилась со 139.3 млрд. долл. по состоянию на начало 2001 г. до 114.1 млрд. долл. на 1 января 2005 г. (18.7% ВВП против с 53.7% в начале 2001 г.), то есть снизилась на 18.1%.

В 2005 г. Россия начала ускоренное погашение внешнего долга. В частности, была погашена в полном объеме задолженность перед Международным валютным фондом и достигнута договоренность с Парижским клубом кредиторов о досрочной выплате долга членам этой организации. К началу 2006 г. объем государственной задолженности сократился до 76.5 млрд. долл. (10.2% ВВП, или на 33% по сравнению с началом 2005 г.

Общая величина государственного долга России (внешнего и внутреннего) уменьшилась с 4480.1 млрд. руб. в начале 2001 г. (61.3% ВВП) до 3077.1 млрд. руб. (14.2% ВВП на начало 2006 г., или на 31.3%. К концу 2006 г. суммарный государственный долг России понизился до 9% ВВП. Для сравнения: по состоянию на коней 2006 г. государственный долг (в валовом исчислении) составлял (% ВВП): у Великобритании – 43.2; Германии – 66.8; Италии – 106.8; Канады – 74.1; США – 59.6; Франции – 64.7; и у Японии – 184.8.

Что касается государственного внутреннего долга, то он, напротив, увеличивается. Выпуск выраженных в российской валюте государственных ценных бумаг значительно превышает их погашение: в 2002 г. чистая эмиссия составила 90.8, в 2005 г. – 98.1 млрд. руб. Соответственно государственный внутренний долг, выраженный в ценных бумагах, возрос за то же время с 531.8 млрд. руб. в 2001 г. до 851.1 млрд. руб. в 2006 г. (данные на начало года, то есть на 60%; на начало 2007 г. он составил 1028 млрд. руб., или 3.8 ВВП. Поступления от выпуска рублевых ценных бумаг обеспечивают дополнительные финансовые ресурсы для погашения внешнего долга.

рынок ценный бумага

**2.2 Эволюция рынка: количественные параметры и макроэкономические аспекты**

Восстановление рынка ГЦБ началось в 2000 г. (см. приложение №1). Тогда объем аукционов по продаже государственных облигаций вырос по сравнению с предыдущим годом более чем в 4 раза и продолжал постоянно увеличиваться и в дальнейшем. Формирование благоприятных условий на рынке внутреннего государственного долга (снижение уровня доходности по облигациям, увеличение дюрации рыночного портфеля, то есть среднего срока до выплат по ценным бумагам, позволило властям активизировать свои заимствования. В результате объем торгуемых ГЦБ, который до того на протяжении 1998–2001 гг. постоянно сокращался, вырос в 2002 г. сразу на 35.4% – до 217 млрд. руб. по номинальной стоимости.

Рост объемов рынка ГЦБ стал в основном результатом эмиссии облигаций федерального займа с погашением в 2004–2008 гг. В контексте установки на долгосрочные заимствования Минфин произвел в мае и сентябре 2002 г. эмиссию двух выпусков нового финансового инструмента – облигаций федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД) со сроком обращении 4–6 лет. Особенностью этого инструмента является погашение основной суммы долга не единовременной выплатой, а частями – в течение двух последних лет обращения на рынке, что значительно уменьшает нагрузку на бюджет. Купонная ставка по этим облигациям является фиксированной для каждого купона; купонный доход начисляется на непогашенную часть номинальной стоимости.

Значительный скачок в развитии рынка ГЦБ произошел в 2003–2006 гг. (см. приложение №1). По сравнению с 1999 г. в общем итоге показатель аукционных продаж вырос в 2006 г. в 56.6 раза. Однако он был все-таки почти вдвое меньше рекордного показателя 1997 г.

В 2006 г. объем фактически обращающихся га организованном рынке ГЦБ по номинальной стоимости, то есть помимо бумаг, находящихся в портфеле Банка России, и без учета нерыночных выпусков, увеличился в 5.5 раза против 2001 г. (наиболее низкий уровень) и в 2 раза против 1997 г. (максимально высокое предкризисное значение). Прирост по сравнению с уровнем предыдущего года составил 21.3%. При этом доля рыночной части общей величины государственного внутреннего долга, выраженного в ценных бумагах, возросла с 50.4% в начале 2000 г. до 84.8% к началу 2006 г., что говорит о повышении роли рынка ГЦБ в макроэкономической системе страны.

Структура рынка ГЦБ претерпела с начала нынешнего десятилетия существенные изменения, состоящие в первую очередь в вытеснении краткосрочных долговых инструментов долгосрочными ценными бумагами. Согласно информации Банка России, по состоянию на конец 2005 г. из общей суммы обращавшихся ГЦБ (721.6 млрд. руб.) наибольшая доля – 442.7 млрд. руб., то есть 61.5% (в 2002 г. – 19.5%) – приходилась на выпущенные в 2002 г. облигации федерального займа с амортизацией долга (ОФЗ-АД). Неуклонное увеличение масштабов их обращения на рынке объясняется наличием у них ощутимых выгод для инвесторов.

С ноября 2004 г. выпускаются также ОФЗ-АД с переменной ставкой купонного дохода (ОФЗ-АД-ПК). Она определяется на основе официальных показателей, характеризующих динамику инфляции. Правда, в 2005 г. таких облигаций было в обращение всего лишь на 24.1 млрд. руб. (3.3%). Остальную часть указанной итоговой суммы образовывали возникшие в 1999 г. облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом (ОФЗ-ФК/ФД) в размере 131.1 млрд. руб. (18.2% против 71.0% в 2002 г.) и существующие с 1996 г. облигации федерального займа с постоянным купонным доходом (ОФЗ-ПД) в объеме 123.6 млрд. руб., или 17.1% (2003 г. – 0.9%). Что же касается ГКО, то их с 2004 г. не стало на рынке вовсе (в 2002 г. объем – 18.8 млрд. руб., или 8.7% общей суммы).

Стремясь обеспечить гарантированное выполнение долговых обязательств и равномерное распределение платежей по долгу, Минфин России значительно увеличивает сроки своих рыночных заимствований. В результате этого на 1 января 2005 г. из общей суммы выраженного в ценных бумагах государственного внутреннего долга (756.8 млрд. руб.) на обязательства со сроком погашения свыше пяти лет приходилось 60.2%, от года до пяти лет – 30.3%, а с погашением в течение одного года – только 9.5%.

В связи с созданием накопительной пенсионной системы был образован еще один финансовый инструмент – государственные сберегательные облигации (ГСО). Это не обращающиеся на вторичном рынке ценные бумаги с длительным сроком погашения. Купонный доход по ним является постоянным и приблизительно соответствует прогнозному уровню инфляции.

ГСО предназначены для обладающих длинными деньгами так называемых пассивных институциональных инвесторов – Пенсионного фонда России, негосударственных пенсионных фондов, управляющих компанией, распоряжающихся накоплениями граждан, а также инвестиционных фондов и страховых компаний. Предполагается, что рынок ГСО позволит снизить долю пассивных инвесторов на рынке ГКО-ОФЗ, чрезмерное увеличение которой было бы чревато утратой ликвидности этого рынка.

Особенно значительно возрастает в последние годы совокупный оборот рынка ГЦБ (суммарный объем всех сделок, включая денежный рынок). Как показано в приложении №2, в 2006 г. он увеличился по сравнению с соответствующим показателем 2002 г. в 22.3 раза. Это было вызвано по большей части резким ростом осуществления сделок РЕПО – продажи государственных долговых бумаг с обязательством обратного их выкупа. В 2006 г. объем всех сделок такого рода возрос более чем в 150 раз по сравнению с 2002 г. и почти в 2 раза против уровня 2005 г. В совокупности на сделки РЕПО пришлось около 75% объема торгов. Динамичное увеличение масштабов операций РЕПО значительно раздвигает границы рыночного обращения ГЦБ, способствует развитию рынка госбумаг, расширяет возможности Центрального банка в управлении рублевой ликвидностью.

Оборот собственно рынка ГКО-ОФЗ (вторичные торги, без учета размещения на аукционах, сделок РЕПО и депозитных операций Банка России) составил в 2006 г. 570.9 млрд. руб. предыдущего года на 7% (в долларовом выражении – на 12.2%) и посткризисного 1999 г. – в 5.4 раза, но было на 34.8% меньше показателя рекордного 1997 г.

Основными инвесторами на рынке ГЦБ являются крупные коммерческие банки с государственным участием (Сбербанк, Внешэкономбанк, Внешторгбанк), Пенсионный фонд и дочерние предприятия иностранных банков и компаний.

Консервативная политика Министерства финансов, выражающаяся в относительно умеренных масштабах эмиссии ГЦБ, с одной стороны, и вызываемое ростом рублевой ликвидности расширения спроса инвесторов на эти финансовые инструменты – с другой, имеют следствием существенное уменьшение доходности данных бумаг. Так, средневзвешенная доходность ГКО понизилась с 12.2 в 1999 г. до 5.4 в 2003 г., ОФЗ-ФК с 73.7 до 6.1 ОФЗ-ПД – с 59.8 до 6.5 (двух последних с 1999 г. по 2005 г.) и ОФЗ-АД – 13.8 в 2002 г. до 6.8 в 2005 г. (все данные – проценты годовых, на конец года). В то же время средневзвешенные процентные ставки кредитных организаций по привлеченным в рублях депозитам и вкладам в конце 2005 г. составляли для нефинансовых предприятий и организаций 3.5%, банков – 4.6% и физических лиц – 4.6%. Это означает, что государственные бумаги в качестве объекта инвестирования денежных средств с точки зрения доходности по-прежнему обладают определенным конкурентным преимуществом по сравнению с банковскими инструментами. Другое их преимущество – более низкая степень рыночного риска.

Монетарные власти фактически стремятся достичь одновременно двух противоречащих друг другу целей: с одной стороны, обеспечить повышение ликвидности рынка государственных заимствований, а с другой – не допустить непомерного роста доходности долговых бумаг. Рост доходности мог бы увеличить государственные расходы, связанные с обслуживание долга, вызвать повышение процентных ставок по субфедеральным и корпоративным заимствованиям, которое, в свою очередь, затруднит привлечение заемного капитала властями регионов и частными компаниями на внутреннем рынке. Поэтому задача состоит в том, чтобы пройти по тонкой грани между этими двумя противоположными устремлениями, найти баланс между показателями доходности ценных бумаг и ликвидности рынка. Иначе говоря, государственным органам следует принимать решения, которые бы не подрывали доходность собственных инструментов и не мешали частному сектору.

Удельный вес рынка ГЦБ в системе финансовых рынков России в настоящее время существенно меньше тех гипертрофированных параметров, которыми он характеризовался до кризиса 1998 г. (в 1996 г. – около 60% и в 1997 г. – около 50%). В условиях устойчивого профицита государственного бюджета и при отсутствии у правительства острой потребности в заемных средствах, как это было в те годы, такое положение вполне закономерно. Тем не менее удельный вес рынка госбумаг вновь стал весьма значительным.

Согласно данным приложения №3, в совокупном объеме сделок валютного рынка, рынков акций и корпоративных облигаций (фондовый рынок), срочного рынка и рынка государственных долговых инструментов ММБВ доля последнего возросла с 6.5% в 2001 г. до 13.0% в 2003 г. В связи с более быстрым ростом объемов валютного и фондового рынков по итогам 2006 г. доля рынка ГЦБ составила 9.4%.

В апреле 2005 гг. правительству был представлен доклад Минфина о долговой политике на 2006–2008 гг. В нем ставиться цель «проводить консервативную политику государственных заимствований и обеспечить постепенное снижение совокупного долга РФ, а за счет положительного привлечения в части рублевых государственных облигаций – рост доли внутреннего долга в совокупном государственно долге».

В докладе предусмотрено проведение в 2007–2008 гг. ряда мероприятий по повышению ликвидности национального рынка государственных ценных бумаг. Ставится зада «активно развивать рынок корпоративных и муниципальных заимствований, обеспечивающих финансирование инвестиций в отраслях и регионах». По словам заместителя председателя Банка России К. Корищенко, при отсутствии фискальных потребностей в наращивании объема государственных внутренних заимствований «можно, казалось бы, взять и сразу рассчитаться со всеми долгами. Но проблема в том, что, если ситуация измениться, «запустить» систему госзаимствований будет очень непросто. Дешевле держать ее в «горячем резерве», чем тратить потом большие ресурсы на создание «с нуля»».

В соответствии с финансовым планом правительства на 2007–2009 гг. величина государственного внутреннего долга будет составлять (на конец года, млрд. руб.): в 2007 г. – 1356.1; 2008 г. – 1618.0 и в 2009 г. – 1856.3. К этому времени по сравнению с 2005 г. она возрастет в 2.1 раза, а по сравнению с 2000 г. – в 3.3 раза. Объем государственного долга в целом увеличится с 2850.8 млрд. руб. в 2007 г. до 3215.0 млрд. руб. к концу 2009 г. однако вследствие сокращения внешнего долга этот объем по сравнению с показателем на конец 2000 г. будет на 28.3% меньше.

Помимо рефинансирования государственного долга, рынок государственных ценных бумаг выполняет ряд важных инфраструктурных функций в экономической политике. Эти бумаги, считает К. Корищенко, представляют собой «инвестиционный объект последней инстанции». Будучи одним из ключевых сегментов совокупного финансового рынка, рынок государственных долговых обязательств дает возможность властям эффективно управлять государственным долгом и регулировать основные макроэкономические пропорции рыночными методами, воздействуя на уровень доходности соответствующих бумаг.

Рынок ГЦБ дает представление о реальной стоимости обслуживания государственного долга; играет важную роль в качестве механизма, позволяющего властям определять минимальную цену денег в экономике; является базовым ориентиром для установления рыночных ставок по другим финансовым и денежным инструментам, в том числе по срочным и опционным сделкам (ставка по госбумагам воспринимается как безрисковая ставка и поэтому служит исходной основой для формирования всех остальных процентных ставок); предоставляет Центральному банку действенный инструмент для проведения денежно-кредитной политики посредством купли-продажи госбумаг на «открытом рынке» с целью регулирования объемов денежного предложения; в определенной мере связывает избыточную денежную ликвидность и тем самым противодействует инфляционному процессу.

Инвестиции нерезидентов

Интеграция экономики России в систему мирового хозяйства предполагает, в частности, установление взаимосвязи нашего рынка ценных бумаг с мировым. Наряду с этой долгосрочной, объективной потребностью в первой половине 90-х годов налаживание такой взаимосвязи вызывалось и сугубо практическими нуждами. Дело в том, что для финансирования дефицита бюджета государственные органы, помимо внутренних источников денежных средств, вынуждены были обращаться и к внешним источникам. Наряду с займами международных организаций, иностранных правительств коммерческих банков они использовали также два основных канала финансового рынка – во-первых, привлечение нерезидентов на внутренний рынок государственных долговых обязательств (главным образом в виде ГКО и ОФЗ) и, во-вторых, эмиссию ценных бумаг на мировом рынке (в форме еврооблигаций).

Большой масштаб и быстрый рост рынка рублевых ГЦБ, высокая их доходность – все это, несмотря на большие валютные и кредитные риски, делало данный рынок крайне привлекательным для иностранных инвесторов. Поэтому после создания необходимых юридических предпосылок был сформирован валютный механизм, обеспечивающий доступ нерезидентов на рынок ГКО-ОФЗ, иностранцы начали осуществлять значительные вложения в эти финансовые инструменты. Статистические данные об объемах и динамике соответствующих операций содержатся в официальных публикациях Центрального банка РФ.

За 1996–1997 гг. и первый квартал 1998 г. чистый приток средств нерезидентов на рынок ГКО-ОФЗ по официальным каналам 9 через счета типа «C») достиг 19.9 млрд. долл. Это произошло несмотря на то, что средневзвешенная доходность ГКО (сроком до 90 дней) понизилась со 168% годовых в 1995 г. до 86% в 1996 г. и 23.5% в 1997 г.

По данным Банка России, накопленные вложения нерезидентов в ГКО-ОФЗ оценивались на конец 1997 г. в общей сложности в 16.1 млрд. долл., и доля иностранного участия на рынке этих финансовых инструментов возросла с 16% по состоянию на 1 января 1997 г. до 28% на 1 января 1998 г. А по некоторым неофициальным оценкам, общая сумма иностранных вложений в российские государственные обязательства (включая инвестиции через подставные структуры) достигла в начале 1998 г. порядка 30 млрд. долл., или около половины совокупного объема этих обязательств.

Привлечение властями в больших масштабах иностранного капитала на рынок ГКО-ОФЗ, с одной стороны, содействовало финансированию дефицита государственного бюджета и уравновешиванию пассивного сальдо платежного баланса России. Однако, с другой стороны, оно усиливало «пирамидальный характер» этого рынка. Полностью открытый для иностранных инвесторов рынок ГКО-ОФЗ стал каналом, через который Россия особенно остро испытала деструктивное воздействие мирового финансового кризиса.

В связи с развитием финансового кризиса в Юго-Восточной Азии и Латинской Америке, а также углублением бюджетного кризиса в России иностранцы с середины мая 1998 г. начали активно выводить инвестированные в ГКО-ОФЗ средства (на протяжении второго, третьего и четвертого кварталов – чистое уменьшение на 3.5 млрд. долл. с учетом производственного в конце июля обмена части ГКО на долларовые облигации). Это содействовало падению совокупного спроса на ГКО-ОФЗ и чрезмерному повышению уровня их доходности. При таких обстоятельствах правительство лишилось возможности рефинансировать свой внутренний долг. Последовавшее в августе 1998 г. обрушение рынка ГЦБ, как уже говорилось, вынудило российские власти принять решение о замораживании выплат по ГКО-ОФЗ.

Несмотря на меры по либерализации валютного режима, на протяжении 2000–2001 гг. объемы продаж иностранцами российских рублевых ГЦБ значительно превышали размеры приобретения ими этих бумаг. В сумме за два года чистое сокращение вложений нерезидентов в ГКО-ОФЗ составило 2.2 млрд. долл., что соответствовало 17.9% итоговой величины прироста чистых иностранных инвестиций в данные финансовые инструменты за 1996–1999 гг. Это результат как истечения срока обращения облигаций, так и возросших продаж последних нерезидентами на вторичном рынке.

Понижении активности иностранных инвесторов на российском рынке государственных долговых обязательств явилось следствием уменьшения валютной доходности этих обязательств, а также подрыва доверия к российскому рынку государственного долга из-за дефолта 1998 г. В том же направлении действовали и неурядицы на фондовых рынках Запада.

В 2002–2005 гг. сокращение объема иностранных инвестиций в рублевые ГЦБ продолжалось, однако его масштабы значительно уменьшились. Чистая величина этого сокращения за эти годы составила 0.6 млрд. долл., что было эквивалентно 27.3% соответствующего показателя за предыдущие два года. А в 2006 г. иностранные инвесторы увеличили на 511 млн. долл. (в чистом исчислении) свои вложения в российские ГЦБ посредством приобретения последних на вторичном рынке и, таким образом, практически компенсировали сокращение 2002–2005 гг.

В общем итоге задолженность федеральных органов управления России по рублевым ценным бумагам (ГКО-ОФЗ) по отношению к нерезидентам сократилась, по данным Банка России, в номинальном исчислении с 3.6 млрд. долл. на начало 2000 г. до 0.04 млрд. долл. на 1 января 2006 г., но возросла к началу 2007 г. до 0.54 млрд. долл., что было ниже уровня начала 2000 г. в 6.7 раза. Доля портфеля нерезидентов в общей сумме торгуемых на организованном рынке рублевых ГЦБ снизилась на протяжении 2000–2006 гг. с 36.0% до всего лишь 1.6%. Надо сказать, что сами российские власти весьма сдержанно относятся к привлечению нерезидентов на рынок внутреннего государственного долга. Так, бывшая в то время заместителем министра финансов РФ Б. Златкис в июле 2002 г. заявила: «Мы не планируем привлечение иностранных инвесторов на рынок рублевого госдолга. У нас такой платежный баланс, при котором это нежелательно, и в этом нет необходимости».

Подготовленный Министерством финансов РФ в 2003 г. доклад о политике в сфере государственного долга на 2003–2005 гг., в частности, констатировал наличие «готовности нерезидентов расширить присутствии на рынке государственных облигаций». Однако в то же время в этом документе говорилось: «В условиях высоких цен на нефть и связанного с этим притока в страну иностранной валюты преждевременно полностью либерализовать внутренний рынок государственных ценных бумаг с целью открытия доступа на него иностранных инвесторов, так как пока это может нарушить стабильность российской финансовой системы».

В нынешней ситуации российские власти закономерно стремятся регулировать приток иностранной валюты в страну, с тем чтобы не допустить усиления инфляции или чрезмерного повышения реального валютного курса рубля. Определенное сдерживание притока средств нерезидентов на внутренний рынок ГЦБ должно быть нацелено также на то, чтобы не допустить повторения событий 1998 г., которое могло бы произойти в случае ощутимого ухудшения состояния платежного баланса и общей макроэкономической ситуации в стране. Отмена с середины 2006 г. всех валютных ограничений лишает власти этого средства контроля над иностранными портфельными инвестициями. На смену ему приходят более тонкие методы регулирования данного процесса, главным образом с помощью инструментов процентной политики.

Эмиссия еврооблигаций

Второе по объему место среди российских долговых ценных бумаг занимают еврооблигации: за 1996–1998 гг. Их было выпущено 11.0 млрд. долл. (здесь и далее включая сумму эмиссий еврооблигаций и облигаций в российских рублях органов власти субъектов РФ), или 20.0% общей величины прироста иностранных инвестиций в долговые обязательства российского государственного сектора. Если к этой цифре добавить инвестиции нерезидентов в другие номинированные в иностранных валютах государственные долговые ценные бумаги – облигации государственных валютных займов и облигаций, выпуск которых был связан с реструктуризацией ГКО в 1998 г. – то она возрастет до 14.2 млрд. долл. (21.1%, а вместе с облигациями, выпущенными в 1997–1998 гг. Для реструктуризации задолженности переел Лондонским клубом кредиторов, до 43.6 млрд. долл. и 79.2%).

Стоимость еврооблигаций была ниже стоимости других займов и кредитов, привлекавшихся для финансирования бюджетного дефицита. С учетом этого обстоятельства правительство стало отдавать предпочтение именному этому источнику заемных ресурсов. Дорогу России на мировые рынки капитала открыло достижение в 1995 и 1996 гг. договоренностей с МВФ о предоставлениях кредитов на стандартных, жестких условиях Фонда. Эмиссия еврооблигаций органами государственного управления внесла определенный вклад в финансирование дефицита федерального бюджета. Доля внешних источников, помимо международных организаций, в этом финансировании возросла с 9.6 млрд. руб., или 12.1% в 1996 г. до 78.4 млрд. (53.6%) в 1998 г. Основная (если не подавляющая) часть этих сумм была представлена именно вложениями иностранных инвесторов в суверенные еврооблигации.

Эмиссия государственных ценных бумаг сыграла заметную роль и в качестве источника уравновешивания платежного баланса России в пору его больших трудностей. Доля этой эмиссии в финансировании расчетного дефицитного сальдо платежного баланса (в аналитическом представлении) за период 1996–1999 гг., составила, по нашим расчетам, 28.4%. Из этой величины на иностранные вложения в ГКО-ОФЗ пришлось 13.5% и на размещение еврооблигаций (включая выпуски местных органов власти) – 11.7%. Однако через короткое время использование внешних источников в качестве экстраординарной подпорки для бюджета и платежного баланса, по сути дела, исчерпало себя.

По мере ухудшения в связи с нарастанием кризисных явлений инвестиционной привлекательности российского долгового рынка, роста рискованности вложений во вновь размещаемые государственные валютные облигации доходность последних стала ощутимо увеличиваться. В 1999–2001 гг. после пережитых страной валютного и финансового кризисов ни федеральные, ни региональные власти не осуществляли новые размещения еврооблигаций на внешних рынках.

Чистое сокращение инвестиций нерезидентов в российские еврооблигации, выпущенные федеральными органами власти по открытой подписке, составило за период 1999–2001 гг. 1.5 млрд. долл. А вместе с соответствующим показателем регионов оно возрастает до 2.6 млрд. долл., что значительно больше, чем величина снижения вложений нерезидентов ГКО-ОФЗ.

Итоговая величина сокращения иностранных инвестиций в ценные бумаги государственного сектора России всех видов составила за указанный период 13.9 млрд. долл. Из них на уменьшение принадлежащего нерезидентам портфеля облигаций, эмитированных в связи с реструктуризацией задолженности по отношению к Лондонскому клубу, пришлось 64.8%. Доля сокращения инвестиций нерезидентов в «регулярные» еврооблигации, выпущенные федеральными и местными органами власти, составила 18.5 (доля сокращения вложений в ГКО-ОФЗ – 13.5%).

Позитивные процессы в российской экономике, связанные с возобновлением экономического роста, а также финансовым оздоровлением, имели своим следствием повышение международными рейтинговыми агентствами суверенных кредитных рейтингов России. На протяжении 2003–2006 гг. все три ведущих агентства повысили рейтинги России по заимствованиям в иностранной валюте со «спекулятивного» до «инвестиционного» уровня и подняли их на одну – две ступени выше минимального инвестиционного уровня. Это вызвало ощутимое увеличение спроса зарубежных инвесторов на номинированные в иностранных валютах российские госбумаги. Результатом стали рост котировок данных облигаций и, соответственно, понижение их доходности. Тем не менее в течение 2002–2004 гг. иностранные вложения в размещенные по открытой подписке суверенные еврооблигации продолжали в общем итоге сокращаться. За эти годы их чистое уменьшение составило 4164 млн. долл., в том числе за счет (млн. долл.): погашения облигаций с истекшими сроками обращения (корпусов) – 2767; оплаты купонов 0 2004 и продаж нерезидентами на вторичном рынке – 1234 при одновременном реинвестировании процентов в размере 1841 млн. долл. За 2005–2006 гг. эти вложения в результате погашения облигаций и оплаты купонов сократились еще на 576 млн. долл.

По-иному складывалась ситуация с отдельными российскими государственными валютными долговыми бумагами. Если за 1999–2001 гг. вложения нерезидентов в эти бумаги сократились в общей сумме на 10.5 млрд. долл., то в последующие три года (2002–2004) в общем итоге имело место чистое увеличение такого рода вложений на 6.5 млрд. долл. Однако на протяжении 2005–2006 гг. иностранные инвестиции в эти бумаги уменьшились на 2.7 млрд. долл., в основном за счет погашения еврооблигаций, выпущенных при реструктуризации ГКО, и истечения сроков обращения ОВГВЗ и ОГВЗ 1999 г.

Согласно сведениям Центрального банка РФ, задолженность России по государственным еврооблигациям только перед нерезидентами составила на 1 января 2005 г. 25.9 млрд. долл. и при уравновешивающих друг друга разнонаправленных изменениях осталась практически на том же уровне, что и три года тому назад. Однако к концу 2006 г. эта величина сократилась до 24.0 млрд. долл., что составляет 2.4% ВВП. Совокупный объем всех государственных валютных ценных бумаг России в руках нерезидентов (включая ОВГВЗ и ОГВЗ 1999 г. 0 возрос с 28.7 млрд. долл. в начале 2002 г. до 30.8 млрд. долл. на 1 января 2005 г., а за 2005–2006 гг. понизился до 27.1 млрд. долл. (2.7% ВВП), то есть оказался ниже уровня 2002 г. На эти бумаги приходиться 73.2% всех обращающихся валютных ГЦБ России (остальные 26.8% этих бумаг находятся в руках российских инвесторов).

В начале нынешнего десятилетия российские власти декларировали намерение возобновить эмиссии еврооблигаций. В упоминавшемся документе Минфина 2003 г. по этому поводу говорилось следующее: «Модификация заемной политики предполагает перенос акцента в привлечении внешних финансовых ресурсов на заимствования в форме облигационных займов. Начиная с 2004 года целесообразно планомерно увеличивать объемы рефинансирования долга за счет размещения новых еврооблигационных займов с одновременной диверсификацией предлагаемых инвесторам финансовых инструментов по срокам погашения, валютам, номинированным формам расчета купонного дохода». Однако чрезвычайно сильный платежный баланс, огромный приток валюты в страну, профицитный государственный бюджет позволили не прибегать после 2000 г. к размещению новых внешних облигационных займов. Не планируется выпуск новых еврооблигаций и на период до 2008 г.

Российские власти в принципе не исключают еврооблигации из арсенала своей валютно-финансовой политики. Однако в нынешних условиях этот инструмент рассматривается ими лишь как резервное средство. В данной связи в докладе Минфина РФ «Долговая политика на 2006–2008 гг. и результаты исполнения долговой стратегии на 2003–2005 гг.» ставиться целью «поддержание возможности стабильного доступа России к ресурсам международных рынков капитала на приемлемых условиях», «создание административно-организационных предпосылок для осуществления внешних «несвязанных» заимствований в случае резкого изменения макроэкономической ситуации в России».

Активное управление государственным внешним долгом должно быть нацелено на его последовательное сокращение, уменьшение стоимости его обслуживания, оптимизацию структуры, увеличение доли рыночного компонента долга, сглаживание пиков платежей. Согласно прогнозу Минфина, государственный внешний долг России в части ценных бумаг сократится в течение 2006–2014 гг. в два раза: с 35.58 млрд. долл. (около 1057.2 млрд. руб.) до 19.27 млрд. долл. (516.5 млрд. руб.).

В целях совершенствования механизмов оценки эффективности проводимой политики в области государственного долга власти берут на вооружение широко используемый в практике развитых стран метод целевых ориентиров. В соответствии с ним, с учетом финансовых потребностей государства и конъюнктуры национальных и мировых финансовых рынков разрабатываются и нормативно устанавливаются конкретные количественные показатели, которые предполагается получить в результате заимствований и операций по управлению государственным долгом.

**Заключение**

Несмотря на большие трудности – законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, далеко от совершенства, сам рынок есть, он функционирует и развивается; он оказывает влияние на положение дел в государстве и способствует развитию предпринимательства в России.

Подводя итог проделанной работе, можно выделить ряд ключевых моментов, связанных с проблемой обращения ценных бумаг в РФ:

1. рынок ценных бумаг с его основными элементами (внебиржевым и биржевым оборотами) есть механизм, который функционально входит в рынок ссудных капиталов. Рынок ценных бумаг развивается и движется по своим законам, определяемым спецификой фиктивного капитала, однако тесно увязан с рынком капитала.
2. сегодня можно выделить множество видов и разновидностей ценных бумаг, таких как акции, облигации, векселя, депозитные сертификаты, государственные обязательства и другие, которые имеют широкое хождение в России.
3. рынок ценных бумаг выполняет ряд функций, среди которых важнейшими являются функция перераспределения капиталов и функция страхования риска вложения капитала. В целом же функционирование капитала в форме ценных бумаг способствует формированию эффективной и рациональной экономики, поскольку он стимулирует мобилизацию свободных денежных ресурсов и их распределение в соответствии с потребностями рынка.
4. рынок ценных бумаг подвержен регулированию как со стороны государства, так и со стороны самостоятельных организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.
5. формирование рынка ценных бумаг в России в значительной степени связано с темпами приватизации в стране и созданием класса собственников.
6. особенностью отечественной практики является то, что первичный рынок ценных бумаг пока преобладает.

Наиболее болезненной и слабой стороной рынка ценных бумаг является его острая подверженность не только экономическим, но и политическим потрясениям, заставляющим его работать на более быстрых оборотах по сравнению с рынком капиталов и прочими рыночными механизмами.

Но несмотря на многие проблемы, с которыми столкнулся в настоящее время российский фондовый рынок, следует отметить, что это молодой, динамичный и перспективный рынок, который развивается на основе позитивных процессов, происходящих в нашей экономике: массового выпуска ценных бумаг в связи с приватизацией государственных предприятий, быстрого создания новых коммерческих образований и холдинговых структур, привлекающих средства на акционерной основе и т.п. Кроме того, рынок ценных бумаг играет важную роль в системе перераспределения финансовых ресурсов государства, а также, необходим для нормального функционирования рыночной экономики. Поэтому восстановление и регулирование развития фондового рынка является одной из первоочередных задач, стоящих перед правительством.