Сумбатян, Сона Левоновна Развитие рынка ценных бумаг в Республике Армения : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 Москва, 2006

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Функционирование рынка ценных бумаг: теоретический аспект 10 стр.

1.1. Место рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков. .. 10 стр.

1.2. Национальные модели рынка ценных бумаг: сравнительный анализ 27 стр.

Глава 2. Состояние и проблемы рынка ценных бумаг в Республике Армения 48 стр.

2.1. Анализ эмиссии ценных бумаг, имеющих обращение в Республике Армения 48 стр.

2.2. Особенности развития рынка ценных бумаг 64 стр.

Глава 3. Пути совершенствования инфраструктуры и развития рынка ценных бумаг в Республике Армения 92 стр.

3.1. Реорганизация структуры расчетно-депозитарнои деятельности на рынке ценных бумаг 92 стр.

3.2. Предложения по развитию рынка корпоративных облигаций на рынке ценных бумаг 100 стр.

3.3. Коммерческие бумаги как основа оживления рынка ценных бумаг... 117 стр.

Заключение 125 стр.

Библиографический список... 131 стр.

Приложения 140 стр.

Приложение № 1. Обобщенная характеристика фондовых рынков стран СНГ.

Приложение № 2. Модель рынка ценных бумаг Республики Армении.

Приложение № 3. Состав агентов и дилеров на рынке государственных облигаций по состоянию на 30 декабря 2005 г.

Приложение № 4. Объемы, сроки и доходность размещений среднесрочных купонных облигаций по годам.

Приложение № 5. Объемы, сроки и доходность размещений долгосрочных купонных облигаций по годам.

Приложение № 6. Компании, являющиеся членами Армянской фондовой биржи (по биржевым аббревиатурам, в алфавитном порядке) по состоянию на 01 декабря 2005 г.

Приложение № 7. Корпоративные ценные бумаги (по наименованию), прошедшие листинг на Армянской фондовой бирже.

Приложение № 8. Структура Комиссии по ценным бумагам Республики Армения.

Приложение № 9. Выдержки из рекомендаций доклада «Группы - 30».

**Введение к работе**

**Актуальность исследования\***В рыночной экономике рынок ценных бумаг является системой перераспределения денежных накоплений, которая создает рыночный механизм свободного, хотя и регулируемого перелива капиталов в наиболее эффективные отрасли производства. Актуальность данной диссертационной работы определяется необходимостью создания стратегии развития рынка ценных бумаг на основе его современного анализа и исследования международного опыта.

Благодаря внедрению различных видов ценных бумаг в экономико-финансовый оборот, увеличиваются возможности распределения и перераспределения финансовых ресурсов, появляются новые пути и направления движения инвестиций без существенного увеличения общей денежной массы. Выпуск и размещения ценных бумаг - один из эффективных способов аккумуляции капитала, необходимого для возрождения и развития промышленного сектора и создания новых предприятий.

В Республике Армения процесс формирования рыночной экономики и рыночных отношений принял позитивный характер. Остались позади несколько этапов экономических реформ, в результате которых сформировались соответствующие институты. Экономические преобразования в стране коснулись также рынка ценных бумаг со своими составляющими элементами, дальнейшее расширение которого происходит посредством накопления финансовых ресурсов. Это достигается путем использования механизмов рынка капитала и прямых инвестиций, стимулирующих рост производства.

Республика Армения является слаборазвитой страной, имеет нестабильную экономику, и в такой ситуации, безусловно, большую роль играет создание благоприятных условий для привлечения капитала, финансирование дефицита государственного бюджета, финансирование государственных программ, регулирование экономической активности,

5 которая главным образом осуществляется посредством обращения ценных бумаг.

Оценивая нынешнее состояние рынка ценных бумаг в Республике Армения, можно отметить ряд проблем, решение которых необходимо с точки зрения дальнейшего его развития. Из важнейших можно отметить улучшение инвестиционной среды, разработку и осуществление мероприятий по совершенствованию инфраструктуры рынка и развитие новых финансовых инструментов. Становление рынка ценных бумаг и решение данных проблем будут способствовать обеспечению перспектив развития рынка ценных бумаг Республики Армения, повышению качественных характеристик рынка, интеграции Армении в мировую экономику и на основе этого обеспечению стабильного роста экономики в стране.

Важность проблемы и недостаточность ее исследования определили выбор автором темы диссертационного исследования.

**Разработанность проблемы. В**разработку основных положений функционирования рынка ценных бумаг большой вклад внесли работы ведущих российских ученых Я.М.Миркина, Б.Б.Рубцова, В.В.Бочарова, В.С.Торкановского, А.Н.Буренина, В.А.Галанова. Из зарубежных экономистов можно отметить У.Шарпа, Л.Дж.Гитмана, М.Д.Джонка, Ф.Дж.Фабоции и других. В ходе исследования были изучены работы экономистов Республики Армения, в том числе Г.Е.Киракосяна, А.Б.Салназаряна, А.Х.Маркосяна, Э.М.Сандояна, Н.В. Меликян.

Анализ литературных источников свидетельствует о том, что сегодня в Республике Армения функционирование рынка ценных бумаг с учетом развития рыночных отношений находится в стадии становления.

В целом имеющиеся научные наработки не составляют достаточную базу для принятия обоснованных государственных решений по развитию рынка ценных бумаг в Республике Армения.

Это обусловило выбор темы исследования, предмета и объекта научного анализа и структуру работы.

**Целью работы**является теоретическое обоснование специфики механизма функционирования рынка ценных бумаг в Республике Армения и разработка практических положений по совершенствованию расчетно-депозитарной деятельности, а также составление практических рекомендаций по развитию рынка долговых ценных бумаг, выпуску корпоративных облигаций и коммерческих бумаг.

**Для достижения поставленной цели определены следующие задачи:**

исследовать теоретические и методологические основы функционирования рынка ценных бумаг;

определить место рынка ценных бумаг в системе финансового рынка;

изучить национальные модели рынков ценных бумаг и определить, к какой модели можно отнести фондовый рынок Республики Армения;

провести анализ современного состояния рынка ценных бумаг Республики Армения и дать оценку его перспективного развития;

исследовать процесс становления и развития Армянской фондовой биржи (Армэкс);

проанализировать деятельность профессионалов рынка, Центрального депозитария и органа регулирования рынка ценных бумаг;

разработать комплекс мер по совершенствованию рынка ценных бумаг Республики Армения с учетом международного опыта и изучения основных категорий участников рынка посредством финансовых инструментов;

выявление путей совершенствования инфраструктуры рынка ценных бумаг;

обоснование возможных направлений по развитию рынка долговых ценных бумаг.

**Объектом исследования**является рынок ценных бумаг Республики Армения.

**Предметом исследования**процесс развития рынка ценных бумаг Республики Армения.

**Методы исследования.**В исследовании реализованы общенаучные принципы: диалектический, конкретно-исторический, системный.

Методология исследования включает научные методы абстрагирования, моделирования, сравнения и группировок, выявления закономерностей и сопоставлений.

Методологической базой работы являлись труды российских и зарубежных экономистов, посвященные вопросам функционирования рынка ценных бумаг, монографии и научные статьи армянских экономистов, характеризующих состояние и проблемы рынка ценных бумаг Республики Армения.

**Информационную базу**диссертационной работы составили отчетно-аналитическая информация Министерства финансов и экономики Республики Армения, материалы Комиссии по ценным бумагам, Фондовой биржи и Центрального депозитария Республики Армения, данные национального Центрального банка, а также годовые отчеты Министерства статистики Республики Армения.

**Новизна диссертационного исследования**заключается в разработке теоретических основ и практических предложений по совершенствованию инфраструктуры рынка ценных бумаг в Республике Армения путем развития депозитарно-клиринговой системы, и применении долговых ценных бумаг.

**Наиболее существенные результаты, полученные лично автором:**

1. По результатам сравнительного анализа национальных моделей рынков ценных бумаг показана тенденция развития рынка ценных бумаг Республики Армения в направлении становления смешанной модели;
2. На основе анализа финансовых инструментов (государственные облигации, казначейские векселя, акции), обращающихся на рынке ценных бумаг Республики Армения, выявлены причины его слабого развития: государственные ценные бумаги выпускаются преимущественно для финансирования государственных программ, покрытия дефицита бюджета и обращаются на межбанковском внебиржевом рынке; большая часть акций

8 находится в руках контролирующих акционеров, что препятствует формированию массового и ликвидного рынка акций; повышается доля менеджеров как контролирующих собственников, доля розничных инвесторов недостаточна, присутствуют крупные корпоративные участники.

1. Обоснована необходимость разработки альтернативного варианта инфраструктуры рынка ценных бумаг на основе разделения функций Центрального депозитария (регистратора, клиринга и осуществление окончательных расчетов) через осуществление им функции центрального регистратора, а реализация взаимозачетов и окончательных расчетов в целях обеспечения обмена ценных бумаг и финансовых средств клиринговой палатой;
2. Предложен метод непрерывного неттингового расчета, в результате которого определяются «нетто-продавцы» и «нетто-покупатели» на рынке ценных бумаг Республики Армения, При применении данного метода затраты участников на организацию и поддержание функционирования централизованной клиринговой системы оказываются меньше по сравнению с их возможными накладными расходами, связанные с раздельным осуществлением платежей и поставок по каждой конкретной сделке;
3. Обоснована целесообразность эмиссии корпоративных облигаций на рынке ценных бумаг Республики Армения, как источника долгосрочного финансирования предприятий;
4. Сформулирована и обоснована необходимость принятия закона об ипотечных ценных бумагах в Республике Армения и осуществление выпуска ипотечных облигаций на рынок ценных бумаг Республики Армения;
5. Аргументирована необходимость создания ликвидного рынка коммерческих бумаг, как альтернативного источника привлечения инвестиций и с целью обеспечения предприятиям более легкого, дешевого и с меньшими регулятивными издержками доступа к финансированию.

**Апробация работы.**Основные положения диссертационного исследования доложены и обсуждены на 9-й, 10-й и 11-й международных

9 научно-практических конференциях «Актуальные проблемы управления» (Москва, 2004 г., 2005 г., 2006 г.)» опубликовывались в сборнике научных статей «Экономика. Управление. Культура» (Вып. 12, часть 2: ГУУ, Москва, 2005 г.), в журнале актуальной научной информации «Аспирант и соискатель» (Москва, 2004 г.), в Вестнике Университета ГУУ, Серия: Социология и управление персоналом (Москва, 2006 г., № 4 (20)) и в специальном ежемесячнике современных концепций и методов менеджмента «Современное управление» (Москва, 2006 г., № 10).

Существенные результаты диссертационного исследования, в частности касающиеся эмиссии корпоративных облигаций и применении метода секъюритизации ипотечных кредитов апробированы в деятельности ЗАО «Каскад Банк» и ОАО «Армэкономбанк», действующих на территории Республики Армения.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Основные научные результаты, предложения и выводы нашли применение в части привлечения дополнительных ресурсов предприятиями, разработки организационных и расчетных систем развития инфраструктуры рынка и экономики Республики Армения в целом.

Теоретические выводы, сделанные в диссертационной работе, использованы в рамках учебных дисциплин «Деньги. Кредит. Банки» и «Финансы и бюджетная система» на кафедре финансов, денежного обращения и кредита Государственного университета управления.

Полученные теоретико-прикладные положения могут быть использованы в процессе обучения и повышения квалификации по проблемам становления и развития рынка ценных бумаг в странах-участницах СНГ (на примере Республики Армения).

Публикации. По теме диссертации опубликовано 7 работ общим объемом 2 п. л.

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, приложения и библиографического списка.

class1 **Функционирование рынка ценных бумаг: теоретический аспект** class1 .

## Место рынка ценных бумаг в системе финансовых рынков

В экономике государства рыночного типа как одним из необходимых атрибутов является наличие развитого рынка ценных бумаг как механизма перераспределения свободных финансовых ресурсов и накоплений внутри страны посредством выпуска и обращения ценных бумаг. Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой систему экономических отношений по поводу купли-продажи, где сталкиваются спрос и предложение, определяется цена, а в качестве товара на таком рынке выступают ценные бумаги. Это институт, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) ценных бумаг.

В российской экономической литературе часто встречается термин «фондовый рынок», в большинстве случаев подразумевающий под собой именно рынок ценных бумаг. Однако все же нет единого мнения насчет того, равнозначны ли понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок». Попробуем разобраться, существует ли разница между этими двумя определениями, и если существует, то насколько она принципиальна, или это действительно суть одно и то же.

В своей монографии «Фондовый рынок в структурной перестройке экономики» В.Булатов разделяет финансовый рынок на кредитный рынок и фондовый рынок. При этом он фактически отождествляет финансовый рынок с рынком капитала, а рынок краткосрочных финансовых инструментов, или денежный рынок, у него выпадает вообще. В то же время он отмечает, что «важнейшим институтом рынка капиталов и механизмом обеспечения инвестиционной активности является финансовый рынок». То есть возникает путаница, что же первично, рынок капиталов по отношению к финансовому рынку или наоборот, либо они вообще равнозначны .

Другие авторы также используют термины «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» как синонимы, выделяя фондовый рынок в качестве важнейшего элемента рынка финансового капитала2.

Это тоже своего рода смешение понятий рынка капиталов и финансового рынка.

Напрашивается вывод, что в современной российской финансовой науке постепенно намечается тенденция использования более свободных формулировок и отказа от классических трактовок и определений. Другое возможное объяснение - подобные авторы являются скорее специалистами-практиками, нежели учеными-экономистами, и поэтому они по всей вероятности не придают ей особого значения.

Некоторые авторы принципиально избегают использования этих двух терминов, применяя либо термин «фондовый рынок»3, либо «рынок ценных бумаг» .

class2 **Состояние и проблемы рынка ценных бумаг в Республике Армения** class2 .

## Анализ эмиссии ценных бумаг, имеющих обращение в Республике Армения

Современный рынок ценных бумаг Республики Армения насчитывает полтора десятилетия своей истории. Его развитие началось в начале 1990-х гг. как результат рыночных реформ в СССР.

Для исследования тенденций развития фондового рынка Республики Армения необходимо проследить историю его создания, дать характеристику его современного состояния, проследить динамику изменения количественных показателей, оценить функциональные параметры инфраструктуры.

По сравнению с фондовыми рынками стран СНГ фондовый рынок Армении находится на этапе становления (Приложение № 1). За свою недолгую историю он неоднократно испытывал периоды роста и падения. Активное развитие фондового рынка началось в 1994 г. - в период массовой приватизации, когда на рынке появились ценные бумаги приватизируемых предприятий 52.

Следует отметить, что рынок ценных бумаг в Армении существовал и в советский период, во времена нэпа (новая экономическая политика). Однако в этот период он носил весьма ограниченный характер, существуя за счет выпуска государственных облигаций, векселей и незначительной части акций частного сектора. Он скорее имел функцию распределения, чем мобилизации финансовых ресурсов, так как не было фондовой биржи и самого рынка, где бы покупались и продавались ценные бумаги. Доминирование государства в структуре акционерных капиталов и отсутствие его стремления к расширению круга акционеров не способствовала активизации, значительного развития фондовой торговли.

В основном, акции распределялись между различными организациями, владельцами предприятий и банков, что в свою очередь привело к сужению размеров и функций рынка ценных бумаг, и в конечном итоге экономика лишилась дополнительного мобилизационного инструмента в получении денежных средств. К сожалению, советская практика заимствования на внутреннем рынке полна примеров недобросовестного отношения государства к своим долговым обязательствамі3.

В Республике Армения процесс формирования рыночной экономики и рыночных отношений принял необратимый характер. Осталось позади несколько этапов экономических реформ, в результате которых сформировались соответствующие экономические структуры. Как следствие экономических преобразований образовался рынок ценных бумаг со своими составляющими элементами (Приложение № 2). Динамичное развитие рынка ценных бумаг требует осуществления дальнейших экономических преобразований посредством накопления финансовых ресурсов. Это достигается путем использования механизмов рынка капитала и прямых инвестиций, стимулирующих рост производства.

class3 **Пути совершенствования инфраструктуры и развития рынка ценных бумаг в Республике Армения** class3 .

## Реорганизация структуры расчетно-депозитарнои деятельности на рынке ценных бумаг

Становление инфраструктуры армянского фондового рынка проходит в сложных экономических условиях, негативно влияющих на инвестиционный климат. Привлекательность рынка для внутренних и внешних инвесторов напрямую связана с совершенствованием организационных структур торговых и расчетно-депозитарных систем.

Наличие и степень развития инфраструктуры рынка ценных бумаг непосредственно связаны с задачей привлечения инвестиций, поскольку развитие инфраструктуры рынка создает условия для привлечения внутренних и внешних инвестиций, их рационального перераспределения, а также для предотвращения экспорта капитала. Таким образом, развитая инфраструктура является главным условием повышения результативности использования финансовых ресурсов в экономической системе.

Как показывает мировой опыт, главнейшими элементами инфраструктуры являются держатели ценных бумаг и клиринговые организации, а также фондовые биржи, которые, с одной стороны, берут на себя риски, обусловленные результативной деятельностью инфраструктуры, а с другой стороны, активно участвуют в создании инфраструктуры, так как уменьшение риска в общей системе увеличивает качество предлагаемых услуг. Динамика развития инфраструктуры рынка ценных бумаг в Республике Армения свидетельствует о том, что в этой сфере не было целостной системы, охватывающей все позиции. Следовательно, в результате анализа существующей инфраструктуры рынка ценных бумаг Республики Армения в качестве альтернативного варианта инфраструктурной системы можно рассмотреть подход, в основе которого лежат следующие принципы: максимальное использование имеющейся институциональной системы и тенденций рынка ценных бумаг; максимальное уменьшение возможных рискованных операций.

Как было отмечено, главнейшими задачами инфраструктуры рынка ценных бумаг в Республике Армения являются осуществление функций центрального регистратора, определение взаимных обязательств (клиринга) и осуществление окончательных расчетов одной организацией - Центральным депозитарием. Однако подобная централизация функций у одной организации может послужить причиной возникновения рыночных рисков. Следовательно, напрашивается вывод о разделении этих функций между участниками инфраструктуры следующим образом:

Центральный депозитарий осуществляет функции центрального регистратора. Приписывание этой функции Центральному депозитарию обусловлено тенденциями развития рынка ценных бумаг в Армении, то есть сначала данный орган осуществлял функцию регистратора и лишь затем стал выполнять функцию предоставления услуг держателя; клиринговая палата осуществляет взаимозачеты и окончательные расчеты в целях обеспечения обмена ценных бумаг и финансовых средств.