Хачатурян Карина Ашотовна. Сравнительный анализ рынков государственных бумаг (На прим. стран с рыноч. и переход. экономикой) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1998 191 c. РГБ ОД, 61:98-8/1025-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Рынок государственных ценных бумаг и его место в управлении экономикой.

1. Рынок государственных ценных бумаг как инструмент государственной финансово-кредитной политики . 8

2. Методические основы сравнительного анализа рынков государственных ценных бумаг. 27

Глава 2. Основные тенденции в развитии рынков государственных ценных бумаг в странах с переходной и рыночной экономикой.

1. Рынки государственных ценных бумаг, их структура и элементы . 41

2. Рынки государственных ценных бумаг в странах с переходной экономикой. 54

3. Рынки государственных ценных бумаг в странах с рыночной экономикой. 67

Глава 3. Основные направления совершенствования российского рынка государственных ценных бумаг на основе сравнительного анализа.

1. Совершенствование политики управления российским государственным внутренним долгом . 86

2. Использование зарубежного опыта при построении модели регулирования российского рынка государственных ценных бумаг. 105

3. Совершенствование российского первичного и вторичного рынков государственных ценных бумаг. 126

Заключение 158

Библиография 171

Приложения 183

**Введение к работе**

Актуальность темы. В последние годы, с началом перехода экономики России на рыночные отношения, в стране происходит активное формирование рынка государственных ценных бумаг как одного из основных элементов национального фондового рынка. Фондовый рынок - это вершина рыночной структуры, основа механизма ее регулирования и оптимального функционирования.

Роль рынка государственных ценных бумаг (ГЦБ) особенно велика в период перевода экономики на рыночные рельсы. С помощью внутренних заимствований он способен решить многие проблемы дефицита государственного бюджета, стимулировать инвестиционную активность, обеспечить финансирование государственных целевых программ и, в конечном счете, содействовать формированию эффективной экономики.

Современный рынок ГЦБ в России имеет короткую историю. Его становление носило достаточно стихийный и неупорядоченный характер, отсутствовала единая концепция его организации, запаздывало формирование системы правовых регуляторов его функционирования и развития. Помимо различного рода объективных трудностей этому в немалой степени способствовало недостаточное внимание к существующему мировому опыту развития рынков ГЦБ, прежде всего в странах с развитой рыночной экономикой. Слабо учитывались здесь и особенности, достижения и ошибки становления рынков ГЦБ и в странах с переходной экономикой, практически одновременно с Россией начавших строительство рыночных отношений.

Анализ, обобщение и учет этого опыта имеет большое значение для нашей хозяйственной практики. Его изучение и использование могут стать важными предпосылками совершенствования функционирования рынка ГЦБ в России, позволяет выбрать оптимальные формы организации этого рынка,

усовершенствовать систему его регулирования. До настоящего времени этому резерву не уделялось достаточно времени, хотя сейчас наша страна все еще располагает уникальными возможностями выбора из всего многообразия мирового опыта тех форм и методов управления рынком ГЦБ, которые более всего соответствуют особенностям нашей экономики.

Таким образом, актуальность настоящей работы определяется необходимостью активизировать изучение мирового опыта совершенствования рынков ГЦБ, выявить результативность соответствующих мероприятий, определить возможность применения оправдавших себя в других странах общих принципов, форм и методов управления рынками ГЦБ применительно к специфическим условиям нашей хозяйственной практики.

Степень разработанности проблемы. В отечественной экономической литературе в ряде выполненных в последние годы диссертационных исследованиях получили освещение вопросы, связанные с теоретической и практической проработкой проблем, становления и развития рынка ГЦБ в России (Б.И. Алехин, М.М. Агарков, М.Ю. Алексеев, А.И. Буренин, В.А. Галанов, А.А. Козлов, ЯМ. Миркин, А.А. Фельдман и др.) В 90-х годах заметно усилилось внимание в нашей экономической литературе и к анализу мирового опыта развития рынков ГЦБ (М.Ю. Алексеев, В.А. Бородулин, А.Д. Голубович, А.Н. Митрофанов, В.Т. Мусатов, Б.Б. Рубцов, Г.П. Черников и др.). Однако в данных исследованиях пока еще преобладает страноведческий подход. В то же время в работах по изучению мирового опыта развития рынков ГЦБ пока еще явно недостаточное место отводится сравнительному анализу опыта отдельных стран, выявлению общего и специфического в развитии их рынков ГЦБ. Многие аспекты зарубежной практики организации рынка ГЦБ остаются неизученными, недостаточно подробно в имеющихся экономических публикациях исследовались возможности использования мирового опыта в условиях нашей страны, в

частности вопросы выпуска и размещения ГЦБ, механизмов регулирования рынка ГЦБ, деятельности надзорных и контролирующих органов на этом рынке и т.д.

Вышеизложенное послужило основанием для выбора темы настоящего исследования. Его основным объектом являются рынки ГЦБ в странах с развитой экономикой (США, Англия, Германия, Япония, Франция и др.), в странах с переходной экономикой (Польша, Венгрия, Болгария, Чехия, Китай и др.) и в России. Предмет исследования - система отношений, связанных с деятельностью основных участников рынка ГЦБ и регулированием этой деятельности в условиях рыночной и переходной экономики.

Главной целью исследования является анализ современной мировой практики организации и регулирования рынков ГЦБ в странах с рыночной и переходной экономикой и разработка на этой основе практических предложений по совершенствованию российского рынка ГЦБ.

Для реализации поставленной цели в исследовании были поставлены следующие задачи:

-раскрыть понятие и основные функции рынка ГЦБ как экономической категории;

-разработать подходы к сравнительному логико-историческому анализу и обобщение мирового опыта;

-провести сравнительный анализ рынков ГЦБ в странах с рыночной и переходной экономикой;

-систематизировать и обобщить основные тенденции и национальные особенности развития рынков ГЦБ в современных условиях;

-проанализировать процесс становления и развития отечественного рынка ГЦБ;

-разработать на основе обобщения зарубежного опыта возможные подходы к совершенствованию рынка ГЦБ в России.

Хронологические рамки исследования охватывают в основном период 80-90-х годов, поскольку именно в эти годы наиболее полно раскрылся ряд новых тенденций в развитии рынков ГЦБ за рубежом, а также началось становление рынка ГЦБ в России.

Методологическую и теоретическую основу исследования составили труды видных представителей отечественной и мировой мысли в области развития финансово-кредитной сферы и фондового рынка. В работе использованы публикации международных организаций, национальная статистика России и зарубежных стран, экономическая периодика, законодательные и нормативные акты по рынку ГЦБ, статистическая отчетность и др.

К числу основных результатов, определяющих уровень научной новизны проведенного исследования, относятся следующие:

-разработан методический подход к проведению сравнительного анализа и обобщению опыта развития рынков ГЦБ в странах с рыночной и переходной экономикой;

-на основе проведенного сравнительного анализа систематизированы многообразные формы и методы организации, функционирования и регулирования данных рынков в странах с рыночной и переходной экономикой;

-выявлены основные тенденции и подходы к построению национальных рынков ГЦБ в странах с рыночной экономикой, описаны основные модели функционирования рынков ГЦБ в данных странах;

-сформулированы качественные особенности развития рынков ГЦБ в странах с переходной экономикой, выявлены: взаимосвязь политико-экономической ситуации в этих странах с развитием национальных рынков государственных ценных бумаг, достаточно высокий уровень и противоречивость развития этих рынков, общий характер проблем этих рынков независимо от конкретных особенностей стран и др.;

-на основе сопоставления хода формирования отечественного рынка ГЦБ с мировым показано, что он находится на пути становления, для него характерно неравномерное развитие, в нем в ряде случаев эклектически сочетается опыт разных стран как с рыночной, так и с переходной экономикой;

-предложены возможные направления совершенствования организации и регулирования российского рынка ГЦБ, в частности: повышение значения эмиссии ГЦБ в финансировании государственных целевых программ и капиталовложений; создание целостной и полноценной законодательно-нормативной базы регулирования этого рынка; построение его эффективной информационной и учетно-депозитарной инфраструктуры; преодоление дублирования функций многих государственных органов, регулирующих этот рынок, и их раздробленности; гармонизация российских и международных стандартов деятельности на рынке ГЦБ.

Практическое значение результатов исследования состоит в том, что они могут быть использованы при разработке мер по совершенствованию механизма размещения ГЦБ на первичном и вторичном рынках; при подготовке новых законодательных и нормативно-методических актов, регламентирующих деятельность на рынке ГЦБ; а также в учебном процессе при подготовке учебных программ и методических указаний к изучению курса "Рынок ценных бумаг".

Результаты исследования использовались при подготовке автором разделов для двух учебников по ценным бумагам, а также в других публикациях общим объемом около 3 п.л.

## Рынок государственных ценных бумаг как инструмент государственной финансово-кредитной политики

Развитая рыночная экономика характеризуется не только активно функционирующими рынками товаров и рабочей силы, но и рынком капитала. Составной частью последнего является рынок ценных бумаг, который в общем виде можно определить как совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.

Автор согласен с определением ведущих экономистов, что ценная бумага -это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Таким образом, суть ценной бумаги, как одной из форм капитала, состоит в том, что у владельца капитала в форме ценной бумаги сам этот капитал в натурально-вещественной форме отсутствует, но имеются все права на него, которые зафиксированы в данной ценной бумаге.

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 функциям относятся такие, как :

-мобилизация и централизация капитала, превращение относительно мелких денежных сбережений населения и небольших предприятий в крупный капитал (т.е. мобилизационная функция),

-обеспечение динамичного перелива общественного капитала прежде всего в те отрасли, где обеспечена наибольшая прибыль (т.е. регулирующая функция),

-обеспечение процесса выявления рыночных цен, их постоянного движения (т.е. ценовая функция),

-доведение до своих участников рыночной информации об объектах торговли и ее участниках (т.е. информационная функция),

-формирование прав собственности, в т.ч. в форме права на капитал, права на участие в управлении и пр.

К специфическим функциям рынка ценных бумаг можно отнести следующие:

-перераспределение национального дохода и денежных капиталов между отраслями и сферами экономики, населением и государством, центром и регионами и т.д. (т.е. перераспределительная функция),

-перевод сбережений, прежде всего населения, из непроизводительной в производительную форму,

-функция страхования ценовых и финансовых рисков,

-финансирование дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе, т.е. без выпуска в обращение дополнительных денежных средств,

-спекуляция ценными бумагами, обеспечивающая получение прибыли и привлекающая на рынок ценных бумаг большое количество участников.

Рынок ценных бумаг немыслим без самих ценных бумаг, особое место среди которых занимают государственные ценные бумаги (ГЦБ), имеющие все без исключения характер государственных долговых обязательств.

Рынок государственных ценных бумаг, прародителями которого являются расписки коронованных особ периода раннего средневековья, представляет собой одну из наиболее устойчивых и отлаженных частей хозяйственного механизма. Он давно организован в систему биржевой и внебиржевой торговли, в нем существуют свои правила и традиции иногда с вековой историей.

## Рынки государственных ценных бумаг, их структура и элементы

Рынок государственных ценных бумаг - крупнейший сектор финансового рынка, дополняющий систему банковского кредита и активно взаимодействующий с ней. Традиционная и главная роль рынка государственных ценных бумаг в рыночной экономике - обеспечение финансирования государственных расходов при недостатке бюджетных средств. В развитых странах мира накоплен большой опыт в управлении государственным долгом прежде всего рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать оперативное и результативное воздействие на величину государственного долга и его структуру. Мировой опыт подсказывает, что одним из таких инструментов являются государственные ценные бумаги, выпускаемые в виде срочных долВ то же время исходя из данных, приведенных в таблице N 1 и в Приложении N 3, нельзя утверждать, что рынок государственных ценных бумаг (характеризующийся в первую очередь таким важнейшим показателем, как оборот денежных средств на этом рынке) напрямую связан с размерами государственного долга. Так, например, страны с наиболее развитыми рынками ЩБ - США, Япония, Великобритания имеют государственный долг на уровне 25-40 % по отношению к ВНП, тогда как в других приведенных в таблице странах уровень долга достигает 70-90%. Это связано с тем, что в современной рыночной экономике традиционная роль ГЦБ - неинфляционное покрытие дефицита государственного бюджета все более дополняется стремлением государства использовать рынок ГЦБ для регулирования развития экономики. В результате этого выпуск государственных ценных бумаг, сроки и время их размещения стали определяться не столько дефицитом государственного бюджета (статистические данные о размерах бюджетного дефицита в некоторых странах с развитой и переходной экономикой отражены в Приложении N 4 ), сколько потребностями регулирования финансового рынка, финансирования государственных программ в области инфраструктуры, социального обеспечения и т.п., более активного влияния государства на экономический рост, платежный баланс, на инфляцию и на инвестиционную активность.

В связи с этим все более активизируется роль ГЦБ как важнейшего экономического инструмента, способствующего:

-определению реальной стоимости обслуживания государственного долга (процентная ставка по государственным облигациям определяется рынком);

-установлению ориентира для рыночных ставок по другим инструментам финансового и денежного рынков (ставка по краткосрочным государственным облигациям всегда является отправным пунктом при сравнении различных типов инвестиций);

-предоставлению участникам рынка высоконадежного, высоколиквидного инструмента для временного размещения финансовых ресурсов, конкурирующего с существующими коммерческими финансовыми инструментами;

-организации широкой сети коммерческих посредников, поддерживающих рынок государственных ценных бумаг и охватывающих значительные слои инвесторов;

-внедрению современной электронной технологии торговли, расчетов и депозитарного учета.

Рынок государственных ценных бумаг стал сегодня в странах с рыночной экономикой важнейшей, наряду с фондовым рынком, составной частью финансового рынка (рынка капиталов). Поэтому на развитие рынка государственных ценных бумаг в этих странах активное влияние оказывают и общие тенденции развития всего рынка ценных бумаг и, в т.ч. - фондового рынка. Роль фондового рынка в экономике каждой страны определяется исторически сложившимися в ней условиями кредитной системы, долей акционерных предприятий в производстве ВНП, степенью рассредоточения собственности на ценные бумаги и значением акций и облигаций как объекта помещения капитала, развитостью рынка и участием финансовых институтов в его обороте. говых обязательств.

## Совершенствование политики управления российским государственным внутренним долгом

Вопросы формирования и финансирования государственного внутреннего долга интересовали экономистов еще в прошлом веке, когда в отдельных странах только начинала зарождаться цивилизованная система привлечения дополнительных денежных ресурсов в государственный бюджет.

В российской экономической мысли проблемы государственной задолженности были подняты в начале XIX века (Н. Тургенев «Опыт теории налогов» (1818), М. Орлов «Опыт теории государственного кредита» (1833) и другие).

В отечественной экономической литературе до начала 90-х годов нашего столетия тема государственного долга и бюджетных дефицитов полностью игнорировалась. Считалось, что советская экономическая модель с ее планомерным характером развития навсегда избавлена от проблем, связанных с государственным долгом, порожденным бюджетным дефицитом. Отсутствие объективных и глубоких научных исследований о причинах, допустимых границах и социально-экономических последствиях бюджетного дефицита, недостаточная степень разработки теоретических проблем регулирования государственной задолженности привели к тому, что отечественная наука оказалась не в состоянии создать адекватную стратегию для решения проблемы сбалансированности государственного бюджета. Таким образом, в условиях развернувшегося кризиса социалистической модели хозяйствования не была выработана эффективная политика управления государственным внутренним долгом.

В современной экономической литературе, несмотря на обилие трудов, посвященных решению отдельных проблем в области регулирования государственного долга, до сих пор отсутствует универсальная комплексная теория управления государственным внутренним долгом. Среди экономистов нет единого мнения по поводу последствий роста государственной внутренней задолженности для экономики страны, недостаточно освещаются вопросы, касающиеся особенностей формирования внутреннего долга, его воздействия на экономические процессы и специфики управления им в условиях переходной экономики.

В последнее время интерес финансистов к проблемам государственного долга и дефицита федерального бюджета заметно усилился, причина чего заключается в стремительном росте объемов государственного долга. По заявлению российского премьер-министра СВ. Кириенко, к апрелю 1998 года расходы по обслуживанию государственного долга достигли $ 12 млрд. по внешним заимствованиям и 81,6 млрд. рублей - по внутренним. На обслуживание долга в 1998 году уходит 30% расходов госбюджета (для сравнения два года назад уходило всего 13%). Если тенденция роста сохранится, то к 2003 году на обслуживание долга России придется направлять 70% бюджетных расходов, т.е. ни на что другое денег бюджета, ежемесячный дефицит которого в 1998 году составляет более 1,5 млрд. рублей, практически не останется.1

Критическая величина расходов на обслуживание госдолга при, на первый взгляд, приемлемом с макроэкономической точки зрения размере бюджетного дефицита заставляет искать причины подобной неблагоприятной динамики.