Ермаков Александр Ильич. Ликвидность российского рынка государственных ценных бумаг : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2002 140 c. РГБ ОД, 61:03-8/688-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ПОНЯТИЕ ЛИКВИДНОСТИ И МЕТОДЫ ЕЕ ИЗМЕРЕНИЯ 11

1.1. Значение рынка государственных ценных бумаг 11

1.2. Понятие ликвидности ценной бумаги 23

1.3. Ликвидность рынка государственных ценных бумаг и методы ее измерения 33

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ЛИКВИДНОСТИ РЫНКА ГКО-ОФЗ 56

2.1. Современное состояние рынка ГКО-ОФЗ 56

2.2. Оценка ликвидности рынка ГКО-ОФЗ 72

2.3. Сегменты рынка ГКО-ОФЗ и их ликвидность 81

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РЫНКА ГКО-ОФЗ В ЦЕЛЯХ ПОВЫШЕНИЯ ЕГО ЛИКВИДНОСТИ 89

3.1. Факторы повышения ликвидности рынка ГКО-ОФЗ 89

3.2. Основные направления совершенствования рынка ГКО-ОФЗ в целях повышения его ликвидности , 101

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 124

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК 130

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Рынок государственных ценных бумаг является неотъемлемой частью финансовой системы любой экономически развитой страны. Мировая практика последних лет показывает, что государственные ценные бумаги выступают в качестве основного инструмента внутренних государственных заимствований, позволяя привлекать значительные денежные средства на приемлемых условиях. В то же время рынок государственных ценных бумаг активно используется центральными банками при проведении денежно-кредитной политики, в том числе при регулировании денежной массы в обращении, ликвидности банковской системы и уровня процентных ставок.

Необходимым условием эффективного функционирования рынка государственных ценных бумаг является его высокая ликвидность, которая снижает риски инвесторов по управлению собственными портфелями государственных облигаций, а также их издержки по заключению сделок. При этом ликвидный вторичный рынок способен значительно сократить затраты государства при первичном размещении облигаций, а также предоставить центральным банкам широкий набор инструментов для проведения эффективной денежно-кредитной политики. Таким образом, проблемы совершенствования рынка государственных ценных бумаг в целях повышения его ликвидности актуальны для государственных органов большинства стран.

Особая актуальность исследования ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг диктуется тем, что ее повышение позволит российским государственным органам:

- использовать данный рынок в качестве стабильного и низкозатратного источника покрытия возможного дефицита государственного бюджета;

- произвести постепенную переориентацию с внешних на более выгодные внутренние государственные заимствования, к максимальному использованию которых стремятся в большинстве развитых стран;

- привлечь достаточно инвестиций для реализации государственных целевых программ по модернизации российской промышленности, поскольку по оценкам экспертов в 2003 году может начаться массовый выход из строя основных фондов целого ряда предприятий;

- осуществлять эффективное экономическое регулирование финансовой системы;

- отвлечь часть денежных средств с валютного рынка, снизив тем самым давление на национальную валюту;

- предоставить институциональным инвесторам долгосрочные высоконадежные активы (в особенности пенсионным фондам, что вызвано реформированием системы пенсионного обеспечения).

Однако в настоящее время ликвидность российского рынка государственных ценных бумаг достаточно низка, что не позволяет реализовать его потенциал. Это обстоятельство и обусловило выбор темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Мировая экономическая наука уделяет большое внимание различным вопросам функционирования рынков государственных ценных бумаг и управления внутренним государственным долгом. Этим вопросам посвящены труды известных ученых и экономистов Алексеева М.Ю., Алехина Б.И., Брэдли Э., Вавилова Ю.А., Галанова В.А., Головачева Д.Л., Гитмана Л.Д., Джонка М.Д., Корищенко К.Н., Миркина Я.М.,

Михайлова Д.М., Рубцова Б.Б., Рэдхэда К., Рэй К.Э., Семенковой Е.В., Стиглица Д.Ю., Тьюлза Р., Тьюлза Т., Фабоцци Ф.Д., Фельдмана А.А., Хьюс С. и др.

Не меньшее внимание в зарубежной экономической науке уделяется проблемам ликвидности финансовых рынков. Современные теоретические и методологические основы исследования ликвидности были заложены в работах Кайла А.С., Харриса М, Энгла Р. и Ланга Д. Более того, в современной зарубежной научной литературе особое внимание уделяется именно вопросам ликвидности рынков государственных ценных бумаг, что вызвано их особой ролью в национальной экономике, а также попытками оценить причины и последствия финансовых кризисов 1990-х годов. Данным проблемам посвящены исследования Джонса Ч.М., Каула Г., Липсона М.Л., Муранаги Д., Флеминга М.Д., Шимицы Т. и др.

Однако до настоящего времени вопросы ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг в отечественной литературе рассматривались в незначительной степени. Большинство опубликованных работ отражает лишь отдельные характеристики состояния этого рынка и не содержит комплексного исследования его ликвидности. Помимо этого, не уделено должного внимания факторам и основным направлениям совершенствования российского рынка государственных ценных бумаг в целях повышения его ликвидности. В своей работе диссертант учитывал результаты имеющихся исследований зарубежных и российских экономистов по этой проблеме и особенности современного состояния данного рынка. На этой основе была предпринята попытка комплексного анализа ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг.

Цель диссертационной работы состоит в разработке теоретических основ и практических рекомендаций по повышению ликвидности российского рынка государственных ценных бумаг на основе изучения зарубежного опыта и анализа современного состояния этого рынка.

Достижение данной цели связано с решением следующих задач:

- исследовать понятие ликвидности применительно к финансовой сфере деятельности;

- выявить сущность понятия ликвидности рынка государственных ценных бумаг и особенности методов ее измерения;

- изучить современное состояние и различные аспекты функционирования рынка ГКО-ОФЗ;

- проанализировать ликвидность рынка ГКО-ОФЗ и выявить сегменты данного рынка с точки зрения ликвидности;

- выявить факторы повышения ликвидности рынка ГКО-ОФЗ на основе зарубежного опыта по развитию аналогичных рынков;

- разработать практические рекомендации, направленные на повышение ликвидности рынка ГКО-ОФЗ.

Объектом исследования выступает организованный рынок государственных ценных бумаг Российской Федерации.

Предметом исследования является ликвидность рынка, используемая для характеристики состояния рынка государственных ценных бумаг.

Теоретическую и методологическую основу работы составляют теории ликвидности финансовых рынков, труды зарубежных и отечественных ученых по проблемам ликвидности и развития рынков государственных ценных бумаг, а также российские законодательные и нормативные акты.

В процессе диссертационного исследования широко использовались научные работы, методические рекомендации и другие публикации международных и отечественных организаций, государственных учреждений и исследовательских центров, таких как Банк международных расчетов, Центральный банк Российской Федерации, Московская межбанковская валютная биржа, Европейский Центральный банк, Центральный банк Японии, Организация экономического сотрудничества и развития, Всемирный банк и Международный валютный фонд.

Чрезвычайно важное значение для написания диссертации имело изучение статистических материалов по российскому рынку государственных ценных бумаг.

При решении поставленных задач применялись общенаучные методы познания: системный подход, анализ и синтез, методы группировки, методы исторического, логического и статистического анализа изучаемого материала, обобщения.

Научная новизна работы находит отражение в следующих результатах, полученных автором:

1. Сформулировано определение ликвидного рынка государственных ценных бумаг, суть которого состоит в том, что участники рынка могут быстро заключать сделки с большими объемами государственных ценных бумаг различных выпусков без значительного воздействия на сложившиеся рыночные цены, при этом оценка влияния заключенных сделок берется применительно не к цене облигаций одного выпуска, а к сложившимся рыночным ценам различных выпусков государственных ценных бумаг.

2. Уточнены в части агрегирования данных методы расчета таких показателей, как объем выставленных заявок, спред между ценами спроса и

предложения, коэффициент воздействия на рынок и коэффициент устойчивости рынка применительно к рынку государственных ценных бумаг в целом.

3. Определены основные характеристики современного состояния рынка ГКО-ОФЗ применительно к структуре инвесторов, кругу финансовых инструментов и видам существующих на рынке операций: превалирование среди инвесторов кредитных организаций, низкая доля институциональных инвесторов, сложившаяся в результате новации структура финансовых инструментов, отсутствие индексируемых облигаций, наличие узкого спектра существующих на рынке операций.

4. Выявлены особенности рынка ГКО-ОФЗ с точки зрения его сегментов и их ликвидности: высокая степень сегментации рынка; наиболее ликвидны выпуски государственных облигаций, обладающие наибольшими объемами и размещенные среди широкого круга инвесторов.

5. Установлены основные факторы повышения ликвидности рынка ГКО-ОФЗ, в число которых входят: повышение доверия к государству как высоконадежному заемщику; снижение сегментации рынка; стимулирование присутствия на рынке различных категорий инвесторов, обладающих разными потребностями, инвестиционными горизонтами и уровнем приемлемости риска.

6. Определены наиболее актуальные для России аспекты проведения открытой последовательной стратегии управления внутренним государственным долгом (в рамках установленного объема внутреннего государственного долга), а именно: распределение основных сроков обращения облигаций в соответствии с инвестиционными горизонтами участников рынка; эмиссия значительных по объему выпусков государственных облигаций; обеспечение прозрачности деятельности государства по выпуску его ценных бумаг (заблаговременное объявление детального календаря эмиссий, построение регулярных эмиссионных циклов).

7. Разработаны практические рекомендации по совершенствованию рынка ГКО-ОФЗ, направленные на повышение его ликвидности, среди которых наиболее важными являются: проведение открытой последовательной стратегии управления внутренним государственным долгом (в целях повышения доверия к государству); эмиссия индексируемых облигаций, ориентированных на институциональных инвесторов; возобновление операций РЕПО.

Практическая значимость работы состоит в том, что основные положения и выводы исследования могут использоваться:

- в процессе управления внутренним государственным долгом России, которое осуществляется Министерством финансов Российской Федерации, а также при совершенствовании системы управления государственным долгом;

- при выработке государственными органами основных направлений развития рынка ГКО-ОФЗ, направленных на повышение его ликвидности, к которым относится и введение новых типов финансовых инструментов и операций;

- при анализе состояния рынка ГКО-ОФЗ и рисков, связанных с работой на нем, осуществляемом как участниками этого рынка, так и государственными органами;

- в преподавании учебных курсов по рынку ценных бумаг и при составлении учебных пособий, а также на курсах повышения квалификации работников, занятых в органах государственного регулирования российского рынка государственных ценных бумаг.

Апробация результатов диссертации. Основные положения исследования отражены в опубликованных научных трудах автора. По теме диссертации автором опубликовано 4 работы общим объемом 1,2 п.л.

Отдельные теоретические и практические положения работы использованы диссертантом в преподавании дисциплины "Рынок ценных бумаг и биржевое дело" в Российской экономической академии им. Г.В.Плеханова, а также были обсуждены в рамках ежегодных Международных Плехановских чтений (2000 и 2002 годы).

Апробация ряда предложений диссертации проведена в Закрытом акционерном обществе "Московская межбанковская валютная биржа" и Некоммерческом партнерстве "Национальный депозитарный центр".

Структура и содержание работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и библиографического списка.

## Значение рынка государственных ценных бумаг

Одной из основных частей финансовой системы любой экономически развитой страны является рынок государственных ценных бумаг. В целях определения его значения для национальной экономики в целом, а также для бюджетной и финансовой системы в частности, в первую очередь необходимо установить роль государственных ценных бумаг как инструмента внутренних государственных заимствований.

Федеральное правительство применяет два вида долговых обязательств -внутренние и внешние, которые составляют внутренний и внешний государственный долг соответственно. Критерием разграничения долговых обязательств на внутренние и внешние выступает валюта займа [53, С.29]. Так в Бюджетном кодексе Российской Федерации от 31.07.1998 г. №145-ФЗ к внутреннему долгу отнесены обязательства, возникающие в валюте Российской Федерации, а к внешнему долгу - обязательства, возникающие в иностранной валюте [1, ст. 6].

Любое правительство при выборе вида долговых обязательств, как правило, стремится к использованию внутренних государственных заимствований, чтобы его основными кредиторами были резиденты. Это обусловлено тем, что государственные органы предпочитают как можно меньше зависеть от иностранных кредиторов, поскольку это может ослабить экономику страны и повысить влияние иностранных государств на проводимую ими государственную политику. Например, в Великобритании доля внутренних заимствований в общей сумме государственных займов в 2000 г. составляла 97%, во Франции - 96%, в Италии - 90%, в Японии - 87% [53, С.29]. Государственный внутренний долг имеет две основные формы:

- полученные кредиты (безоблигационный способ оформления государственной задолженности);

- государственные ценные бумаги (облигационный способ оформления государственной задолженности).

Кроме того, в экономической литературе в качестве еще одной его формы иногда выделяют негосударственные долговые обязательства, гарантированные правительством страны [61, С.57].

К полученным кредитам, входящим в состав внутреннего государственного долга, в основном относят кредиты эмиссионного банка [36, С.50] (тем не менее в некоторых странах выдача эмиссионным банком прямых кредитов правительству запрещена) и кредитных организаций. Как правило, оформленные в этом виде государственные долговые обязательства не могут переуступаться и продаваться, что приводит к увеличению стоимости заимствований. Тем не менее, преимуществом данной формы является достаточно простая процедура получения денежных средств.

В мировой практике государственные ценные бумаги - это долговые ценные бумаги, выпущенные от имени государства или государственных учреждений1. Например, в США их может выпускать Казначейство и государственные агентства: Система фермерского кредита, Правление системы федеральных банков по кредитованию жилищного строительства, Управление торгового флота, Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита, Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита и т.д. [57, С.60].

В отличие от США в России к государственным ценным бумагам относят федеральные государственные ценные бумаги и государственные ценные бумаги субъектов Российской Федерации. При этом, эмитентом федеральных государственных ценных бумаг выступает федеральный орган исполнительной власти, являющийся юридическим лицом, к функциям которого решением Правительства Российской Федерации отнесено составление и/или исполнение федерального бюджета, т.е. Министерство финансов Российской Федерации (Минфин России), а эмитентом государственных ценных бумаг субъекта Российской Федерации - орган исполнительной власти субъекта Российской Федерации, осуществляющий указанные выше функции в порядке, установленном законодательством субъекта Российской Федерации.

С одной стороны, государственные ценные бумаги в качестве формы государственного внутреннего долга обладают рядом преимуществ по сравнению с получением кредитов. Во-первых, в большинстве случаев они могут свободно обращаться на вторичном рынке, что снижает риски их владельцев по управлению собственными инвестициями. Благодаря этому государство платит им меньшую премию за риск, а значит снижает стоимость государственных заимствований. Во-вторых, посредством государственных ценных бумаг возможно привлечение большего объема денежных средств, поскольку кредиторами в этом случае выступают множество инвесторов, а не одно юридическое лицо. В-третьих, с помощью этого рынка государственные органы могут эффективно регулировать экономические процессы. С другой стороны, эмиссия государственных ценных бумаг сопряжена со многими формальностями, определенными соответствующими законодательными и нормативными документами.

Тем не менее, в настоящее время в экономически развитых странах государственные ценные бумаги являются основным источником формирования внутренней государственной задолженности. Их доля во внутреннем государственном долге различных стран доходит вплоть до 90% (например, в США она достигает 70%, а в Великобритании - 90% [40, С.63]).

Также необходимо отметить две основные особенности государственных ценных бумаг по сравнению с ценными бумагами других национальных эмитентов: они характеризуются самым высоким уровнем надежности и, соответственно, минимальным риском потери вложенных средств и доходов по ним, а также льготным налогообложением операций и доходов по ним, которое существует во многих странах.

Основные функции рынка государственных ценных бумаг напрямую взаимосвязаны с ролью государственных ценных бумаг как инструмента внутренних государственных заимствований, а также с их вышеперечисленными особенностями. При этом необходимо отметить, что данный рынок одинаково важен как для правительства и органов проведения денежно-кредитной политики, так и для большинства остальных субъектов экономики страны.

Рынок государственных ценных бумаг позволяет правительству привлекать денежные займы посредством мобилизации временно свободных денежных средств коммерческих банков, различных организаций, предприятий, небанковских кредитно-финансовых учреждений и населения. При этом он является стабильным и низкозатратным источником денежных средств для правительства. Полученные в результате эмиссии государственных ценных

-15 бумаг денежные средства могут быть использованы правительством на различные цели, основными из которых являются:

- покрытие дефицита государственного бюджета без дополнительного выпуска денег в обращение (кассового дефицита - когда расходы бюджета на определенную календарную дату превышают имеющиеся в его распоряжении средства на эту же дату; сезонного дефицита -поступление доходов за месяц или квартал оказывается меньше, чем средства, необходимые в этом же периоде для финансирования расходов бюджета; годового дефицита - по итогам года доходы бюджета меньше его расходов и этот дефицит не покрывается за счет поступлений в бюджет в следующем году) [49, С.47];

- финансирование государственных целевых программ развития экономики в области производственной и городской инфраструктуры, жилищного строительства, социального обеспечения и т.п.;

- погашение задолженностей по иным государственным займам. Органы проведения денежно-кредитной политики (как правило,

центральные банки) заинтересованы в рынке государственных ценных бумаг в связи с тем, что он является неотъемлемым сегментом финансового рынка страны. От него в значительной степени зависит стабильность всей финансовой системы государства и эффективность проведения денежно-кредитной политики.

## Современное состояние рынка ГКО-ОФЗ

В целях проведения корректного анализа современного состояния рынка ГКО-ОФЗ, в первую очередь, представляется целесообразным рассмотреть качественные характеристики, выявляющие основные особенности его функционирования, а именно:

- структуру инвесторов;

- типы финансовых инструментов;

- спектр существующих на рынке операций.

Каждый вышеупомянутый элемент характеризует определенный аспект функционирования рынка ГКО-ОФЗ, анализ которых в совокупности позволит выявить фундаментальные особенности рынка. Так, исследование структуры инвесторов и типов финансовых инструментов позволит установить, на какие категории инвесторов данный рынок ориентирован, что в свою очередь взаимосвязано с эффективностью выполнения им своих функций. Спектр существующих на рынке операций характеризует рынок с точки зрения предоставления участникам возможностей по управлению собственными портфелями ценных бумаг.

1) Структура инвесторов

Структура инвесторов рынка ГКО-ОФЗ по состоянию на 01 июля 2001 г. выглядит следующим образом (без учета государственных ценных бумаг, находящихся в портфеле Банка России).

## Факторы повышения ликвидности рынка ГКО-ОФЗ

Необходимым условием эффективного функционирования рынка государственных ценных бумаг является его высокая ликвидность, которая снижает риски инвесторов по управлению собственными портфелями государственных облигаций, а также их издержки по заключению сделок. При этом ликвидный вторичный рынок способен значительно сократить затраты государства при первичном размещении облигаций, а также предоставить центральным банкам широкий набор инструментов для проведения эффективной денежно-кредитной политики. Таким образом, проблемы совершенствования рынка государственных ценных бумаг в целях повышения его ликвидности актуальны для государственных органов большинства стран.

На ликвидность рынков государственных ценных бумаг воздействует множество разнообразных факторов. К ним можно отнести государственное регулирование, надзор за участниками рынка, правила бухгалтерского учета, налогообложение, макроэкономическую ситуацию и т.д. Провести детальный анализ всех факторов и сложной взаимосвязи между ними крайне затруднительно. Тем не менее существуют закономерности, свойственные большинству рынков государственных ценных бумаг.

Наиболее полное исследование ликвидности рынков государственных ценных бумаг развитых стран осуществил Банк международных расчетов (Комитет по глобальной финансовой системе) [102]. Для рынков государственных ценных бумаг с организационной структурой, схожей с рынком ГКО-ОФЗ, в соответствии с основополагающими принципами повышения ликвидности, предлагаемыми Банком международных расчетов [97, С.2-4], можно выделить четыре основных фактора повышения ликвидности данного рынка:

- снижение сегментации рынка;

- минимизирование налоговых платежей;

- создание надежной инфраструктуры рынка;

- стимулирование присутствия на рынке различных категорий инвесторов. Однако эти факторы не носят универсальный характер, поскольку

каждый рынок государственных ценных бумаг может обладать собственными особенностями. В связи с этим представляется необходимым рассмотрение данных факторов применительно к рынку ГКО-ОФЗ, поскольку не все из них могут быть актуальны для повышения ликвидности именно этого рынка.

1) Снижение сегментации рынка

Практика рынков государственных ценных бумаг экономически развитых стран показала, что при снижении сегментации рынка происходит увеличение его ликвидности, поскольку это означает существование большего предложения ценных бумаг со схожими характеристиками. В свою очередь, большее предложение финансовых инструментов способствует более быстрому и объемному удовлетворению спроса на них.

Тем не менее, на рынке внутреннего государственного долга всегда следует искать компромисс между большим объемом однородных продуктов, которые обычно увеличивают ликвидность, и разнородными продуктами, адресованными для удовлетворения специфических нужд различных категорий инвесторов.