Карпухина Ольга Александровна. Государственные ценные бумаги Российской Федерации, 1993-1997 гг. : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1997 190 c. РГБ ОД, 61:98-8/331-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Рынок государственных ценных бумаг и его место в экономике страны 10

1. Рынок ценных бумаг и их природа 10

2. Государственные ценные бумаги: сущность и назначение , 19

3. Восстановление рынка государсвенных ценных бумагв Российской Федерации 23

4. Международный опыт организации и функционирования рынка государственных ценных бумаг 33

Глава 2. Структура российского рынка государственных долговых обязательств 52

1. Государственные долгосрочные обязательства 52

2. Государственные краткосрочные и среднесрочные обязательства 56

а) Образование нового сегмента фондового рынка ,.56

б) Рынок ГКО: макроэкономическое значение 61

в) Кризис рынка ГКО 65

г) Инвестиционные качества ГКО 68

д) Тактические и стратегические достижения рынка ГКО 72

3. Облигации внутреннего валютного займа 81

4. Казначейские обязательства 87

5. Золотые сертификаты 96

6. Облигации сберегательного займа РФ 101

7. Облигации федерального займа 107

8. Муниципальные ценные бумаги 117

Глава 3. Государственные ценные бумаги в портфеле российских инвесторов 132

1. Понятие и содержание портфеля ценных бумаг 132

2. Формирование портфеля ценных бумаг 142

3. Управление и оптимизация портфеля ценных бумаг 148

Заключение 165

- Список литературы 174

Приложение 184

**Введение к работе**

Переход России к рыночной экономике неразрывно связан с формированием и функционированием финансового рынка и его важнейшей составляющей - рынка ценных бумаг. Конкурентоспособный финансовый сектор должен мобилизовать и предоставить реформируемой экономике инвестиционные ресурсы для ее развития. Принимая во внимание масштабы задач, которые предстоит решить в ближайшем будущем, очевидно, что Россия не может полагаться только на бюджетную систему и банковский кредит для финансирования рыночных реформ. Поэтому задача создания в России полномасштабного рынка ценных бумаг имеет первостепенное значение.

В формировании российского рынка ценных бумаг решающая роль принадлежит государству, поскольку именно оно осуществляет приватизацию большей части государственной собственности, создало законодательную базу для выпуска и обращения ценных бумаг и оказывает содействие в формировании необходимой для этого рынка инфраструктуры. Будучи в 1993-97 гг. крупнейшим эмитентом ценных бумаг, государство в определенной мере ускорило развитие российского фондового рынка.

Среди инструментов рынка ценных бумаг особое место занимают государственные долговые обязательства (облигации). В странах с развитой рыночной экономикой государственные ценные бумаги являются важным фондовым инструментом. Их выпуск постоянно растет, расширяется и воздействие оказываемое ими на развитие макроэкономики. Они становятся не только средством для покрытия дефицита государственного бюджета, но и орудием антикризисной политики государства. Механизм выпуска государственных ценных бумаг в развитых • странах постоянно совершенствуется, а их рынок приобретает все большее значение для инвестиционного процесса (т.е. для экономического роста).

С точки зрения мобилизации свободных финансовых ресурсов наиболее высокими темпами в России развивался именно рынок государственных долговых обязательств. С 1993 г. государственные ценные бумаги стали главным объектом инвестирования капитала для инвесторов и основным источником покрытия бюджетного дефицита для эмитента.

Обращение к рынку ценных бумаг для финансирования дефицита государственного бюджета можно рассматривать как рыночный и экономически более оправданный способ по сравнению с бумажноденежной эмиссией, либо привлечением средств с помощью прямых банковских ссуд. Но этот процесс можно рассматривать и через призму того, что эти средства направляются не на рынок капиталов, за которыми стоят реальные инвестиции, а на финансирование дефицита госбюджета, прямо не связанного с инвестициями в экономику.

Спектр целей, которые могут быть достигнуты с помощью выпуска государственных ценных бумаг очень широк и важен, а их природа сложна и противоречива. В настоящие время, когда государственные ценные бумаги в России продолжают оставаться основным источником финансирования дефицита государственного бюджета, необходимо решить вопрос: способствует ли сегодняшний рынок государственных ценных бумаг финансовой стабилизации экономики. Этим определяется актуальность темы диссертации, целью которой является комплексный анализ формирования и функционирования рынка государственных ценных бумаг в России 1993-97 гг., с тем, чтобы на основе выявления его базисных характеристик и тенденций определить последствия воздействия этого рынка на экономику России и разработать конкретные рекомендации по решению ряда проблем, вызванных его функционированием.

В диссертации исследуется роль государства на рынке ценных бумаг, природа и характер его займов, условия их выпуска, структура государственных долговых обязательств, их инвестиционные качества, а также значение государственных ценных бумаг для формирования первых в России инвестиционных портфелей.

Центральное место в диссертации занимает анализ макроэкономической политики государства в процессе создания рынка государственных ценных бумаг.

В процессе работы над диссертацией решались следующие задачи:

- определение экономической сущности, места и назначения государственных ценных бумаг в экономике;

- анализ опыта использования государственных ценных бумаг в дореволюционной России, а также в США и Германии;

- определение основных этапов эмиссионной политики государства;

- анализ выпущенных государственных займов и их инвестиционных качеств;

- исследование структуры, формирования и управления портфелем ценных бумаг (с применением фундаментального и технического анализа) и разработка предложений по его оптимизации;

- исследование взаимовлияния экономического, бюджетного кризисов и эмиссии государственных ценных бумаг;

- обобщение результатов эмиссионной деятельности государства и определение основных направлений ее совершенствования;

Объектом исследования является российский рынок государственных ценных бумаг.

Предметом исследования является природа, структура и объем государственных займов.

Теоретической и методической базой исследования явились труды отечественных и зарубежных экономистов по проблемам рынка ценных бумаг, законодательные акты и решения правительства РФ, регулирующие развитие рынка государственных ценных бумаг.

В качестве статистической базы исследования использовались материалы государственных статистических органов РФ, материалы анализа фондовых рынков, а также отчетные данные о деятельности ряда коммерческих банков, в т.ч. полученные автором непосредственно на объектах исследования.

Научная новизна диссертации заключается в том, что автором проведено комплексное исследование российского рынка государственных ценных бумаг, с целью определения степени эффективности его функционирования для различных участников экономического процесса (эмитентов и инвесторов) и предложены основные направления совершенствования эмиссионной деятельности государства. Научной новизной обладают следующие положения, рекомендации и выводы диссертации:

1. определены сущность и характерные черты российского рынка государственных ценных бумаг и выявлены основные особенности его функционирования и поведения участников этого рынка (эмитентов, инвесторов и посредников);

2. проанализирован зарубежный опыт выпуска и обращения государственных ценных бумаг и обоснована возможность его использования (в части организации эмиссий, их воздействия на бюджет и макроэкономику, обеспечения надежности и доходности облигаций и проч.) с учетом российской специфики для возрождения отечественного рынка государственных долговых обязательств;

3. даны оценки инвестиционных качеств основных видов государственных ценных бумаг как для эмитентов, так и для инвесторов и исследована структура государственных долговых обязательств;

4. рассмотрено содержание российских инвестиционных портфелей, определены особенности их отдельных видов, структуры, а также методы формирования, управления и оптимизации;

5. выявлены и конкретизированы условия, которые позволят расширить в России применение классических моделей формирования портфеля ценных бумаг, и тем самым использовать дополнительный инструментарий для построения оптимального инвестиционного портфеля;

6. определена степень эффективности функционирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг для эмитентов и инвесторов;

7. в результате исследования механизма функционирования рынка государственных ценных бумаг в российской экономике выявлены его позитивные и негативные социально экономические последствия;

8. предложены основные направления совершенствования эмиссионной деятельности федерального правительства и муниципалитетов.

Практическая значимость результатов проведенного исследования состоит в том, что разработанные методические материалы можно использовать:

- при разработке предложений по совершенствованию использования государственных ценных бумаг для бюджетных целей;

- для дальнейших научных исследований по проблемам обращения государственных ценных бумаг, формирования инвестиционных портфелей с их участием, разработки методов определения их инвестиционных качеств;

- при подготовке учебных программ, курсов и учебных пособий по курсам "Ценные бумаги " и "Макроэкономика".

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, приложения и списка использованной литературы. Во введении обоснован выбор темы исследования, раскрыта ее актуальность, сформулирована цель, перечислены основные задачи, решаемые в процессе работы над диссертацией, определены объекты и предмет исследования, приведены элементы научной новизны выполненной работы, указана теоретическая и практическая значимость полученных результатов.

В первой главе "Рынок государственных ценных бумаг и его место в экономике страны" рассмотрена экономическая природа ценных бумаг, определены сущность и назначение государственных долговых обязательств в экономике страны, выполнен анализ зарубежного опыта выпуска и обращения государственных ценных бумаг.

Во второй главе "Структура российского рынка государственных долговых обязательств" исследована роль государства на рынке ценных бумаг, природа и характер его займов, структура государственных долговых обязательств и их инвестиционные качества, показаны недостатки действующего механизма функционирования рынка государственных ценных бумаг в российской экономике, предложены основные направления совершенствования эмиссионной деятельности государства.

В третьей главе "Государственные ценные бумаги в портфелях российских инвесторов" рассмотрена сущность портфельных инвестиций, проанализированы основные положения теории инвестиционного портфеля X. Марковица и модели ценообразования на капитальные активы У. Шарпа и обоснована их непригодность к реалиям российского рынка ценных бумаг, определены место и роль государственных ценных бумаг в портфеле российских инвесторов и охарактеризована стратегия управления этим портфелем.

В заключении приведены важнейшие выводы диссертационной работы. В приложении в форме таблиц и графиков сведены основные показатели характеризующие эмиссионную деятельность государства в 1992- 97 гг.

## Рынок ценных бумаг и их природа

Переход России от жестко централизированной плановой экономики к рыночной, регулируемой государством, требует воссоздания в стране финансового рынка и его инфраструктуры. Многие десятилетия в России по существу не было ни финансового рынка, ни обслуживающих его институтов: частных коммерческих и инвестиционных банков, фондовых бирж, страховых обществ и т.п.

Финансовый рынок страны - это совокупность всех ее денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, распределении и перераспределении, мигрирующих под влиянием меняющегося соотношения между спросом и предложением на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики.1

Финансовый рынок стран с развитой экономикой можно подразделить на денежный рынок и рынок капитала. Основной функцией денежного рынка является обслуживание краткосрочных потребностей его участников, а рынка капитала - их долгосрочных интересов.

Рынок капитала состоит из двух сегментов: рынка ссудного капитала, т.е. банковских кредитов и рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг представляет собой наиболее ликвидную часть финансового рынка, которая облегчает всем субъектам экономики доступ к получению необходимых им денежных ресурсов. Выпуск акций позволяет получить эти ресурсы бессрочно, т.е. на все время существования предприятий; выпуск облигаций обеспечивает получение этих ресурсов на более короткий срок, но на более выгодных, чем у банков, условиях (это объясняется тем, что на рынке ценных бумаг сильнее развиты конкурентные отношения, чем в банковской сфере).

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка, прежде всего, специфическим характером своего товара. Ценная бумага - это товар особого рода. Существует два основных подхода к определению ценной бумаги: юридический и экономический.

Гражданский кодекс Российской Федерации (ст. 142) определяет ценную бумагу как "документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные и обязательные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении".1 Следует отметить, что подобный - юридический подход к определению ценной бумаги, преобладает не только в юридической, но и в экономической литературе. В качестве примера можно сослаться на действовавшее в течение нескольких лет "Положение о выпуске и обращение ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР" (1991 г.), в котором ценная бумага определялась как "денежный документ, удостоверяющий имущественное право или отношение займа владельца документа по отношению к лицу, выпустившему такой документ".2 В специальной монографической и периодической литературе, посвященной фондовому рынку также обнаруживается (с некоторыми вариациями) общий подход к ценной бумаге как документу, узаконивающему имущественные, обязательственные и другие права и отношения. Историческим предшественником такого подхода является определение данное в "Положении о ценных бумагах" (1990 г.), согласно которому, ценной бумагой считаются, "удостоверяющие право владения или отношения займа денежные документы, определяющие взаимоотношения между лицом, выпустившим эти документы и их владельцами и предусматривающие, как правило, выплату дохода в виде дивиденда или процентов, а также возможность передачи денежных или иных прав, вытекающих из этих документов, другим лицам".1 Следует отметить, что это определение ценной бумаги включало в себя, помимо юридических, и ряд экономических характеристик, что делало его более точным.

Шагом назад явилось определение ценной бумаги, данное в Законе "О рынке ценных бумаг" (1996 г.). Закон содержит определение бездокументарной ценной бумаги, акции и облигации. О бездокументарной ценной бумаге говорится, что она " закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению". В определении акций и облигаций также подчеркивается, прежде всего, их правовая основа, а об экономической природе, инвестиционном назначении ценных бумаг никаких упоминаний нет.2

Действительное содержание и значение ценных бумаг, как особого товара, может быть определено только с учетом той роли, которую они играют в общественном производстве, экономике страны.

## Государственные долгосрочные обязательства

Одним из первых шагов в направлении создания рынка государственных ценных бумаг в Российской Федерации стал выпуск в обращение облигаций Государственного республиканского внутреннего займа 1991 года. Условия его выпуска были утверждены Президиумом Верховного Совета РСФСР.1

Заем осуществлялся в виде государственных долгосрочных облигаций (ГДО) сроком на 30 лет, с 1 июля 1991 года по 1 июля 2021 года. Облигации были выпущены в бланковом виде с набором купонов и реализовались только среди юридических лиц.

Общий объем займа в 80 млрд. рублей был разделен на 16 траншей по 5 млрд. рублей в каждом. Облигации выпускались с различной номинальной стоимостью кратной 10 тыс. рублей. В настоящее время их номинал равен 100 тыс. рублей.

Транши были объединены в четыре группы:

1-й - 4-й транши - группа "Апрель";

5-й - 8-й транши - группа "Июль";

9-й - 12-й транши - группа "Октябрь";

13-й - 14-й транши - группа "Январь".

Фактически были распространены облигации только двух первых траншей: одного транша из группы "Апрель" и одного транша из группы "Октябрь".

Номинально займ был 30-летним, однако, учитывая неприемлемость для инвесторов столь долгого "горизонта", Центральный банк для каждого из траншей займа установил раз в год "особую неделю".1 Цены выкупа облигаций для этой недели определяются за 13 месяцев до ее наступления. Таким образом, 30-летний займ фактически превратился в серию годичных. При этом цены выкупа, устанавливаемые для предстоящей особой недели по каждому из разрядов, существенно выше текущих цен реализации. Текущая цена реализации, еженедельно устанавливаемая ЦБ РФ в настоящее время достигает 50%, от номинала.

Держателям облигаций выплачивается годовой доход в размере 15% их номинальной стоимости. Доходы по облигациям выплачиваются учреждениями ЦБ РФ в безналичной форме, т.е. путем зачисления соответствующих сумм на счета держателей облигаций. Доход, получаемый инвестором по ГДО не облагается налогом.

Покупатель облигации кроме цены уплачивает продавцу причитающийся процентный доход за период, начинающийся со дня, следующего за днем выплаты последнего купона, и завершающийся днем расчета по сделке включительно. Процентный доход вычисляется по формуле

## Понятие и содержание портфеля ценных бумаг

Финансовые ресурсы используются для финансирования как текущих расходов, так и для инвестиций. Инвестиции осуществляются в форме вложений в отдельные финансовые инструменты или создания портфеля ценных бумаг.

Согласно классическому определению, портфель ценных бумаг представляет собой некую комбинацию финансовых активов. Другими словами, сформировать портфель ценных бумаг - значит определенным образом распределить инвестируемую сумму денежных средств между набором различных финансовых инструментов для достижения конкретной цели (получения устойчивого текущего дохода, сохранения или прироста капитала и т.п.). Смысл портфеля - улучшить условия инвестирования, придав совокупности ценных бумаг такие инвестиционные характеристики, которые недостижимы с позиции отдельно взятой ценной бумаги и возможны только при их комбинации. В процессе формирования портфеля достигается новое инвестиционное качество с заданными характеристиками.1 В портфель могут входить ценные бумаги одного типа (например, государственные ценные бумаги), либо различные инвестиционные ценности (корпоративные акции и облигации, долговые обязательства государства, сберегательные и депозитные сертификаты, залоговые свидетельства, страховые полисы, векселя и т.д.). Обычно, инвестиционные портфели имеют смешанный характер: в их составе находятся ценные бумаги государства и корпораций. Формируя свой портфель инвестор исходит из желания иметь средства в такой форме и в таком месте, чтобы они были безопасными, ликвидными и высокодоходными. В этом заключаются основные принципы формирования портфеля ценных бумаг.

Под безопасностью понимается неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке капитала и стабильность получения дохода. Безопасность вложений, как правило, достигается в ущерб их доходности и абсолютному росту.

Под ликвидностью финансовых инструментов подразумевается их способность превращаться в "живые деньги", а также участвовать в безотлагательном приобретении товаров и услуг. Наиболее ликвидным активом считаются наличные денежные средства.1

Ценной бумаги, полностью свободной от каких-либо видов риска, не существует. Поэтому необходим компромисс. Если ценная бумага надежна, то доходность ее будет более низкой, так как эмитент за обеспечение надежности своей ценной бумаги будет предлагать инвестору меньший доход. Для инвестора главной целью формирования портфеля ценных бумаг является достижение оптимального сочетания между риском и доходом (для чего необходимо распределить инвестируемую сумму денежных средств между различными финансовыми инструментами таким образом, чтобы снизить риск потерь до минимума и обеспечить максимум дохода).

Существуют различные определения понятия "риск". В наиболее общем виде под риском понимают вероятность возникновения убытков или недополучения доходов по сравнению с прогнозируемым вариантом. Финансовые активы, с которыми ассоциируется относительно больший размер возможных потерь, рассматриваются как более рисковые. Возможна и другая интерпретация риска - как степени вариабельности дохода, который может быть получен благодаря владению данным видом активов. Государственные ценные бумаги обладают относительно небольшим риском (вариация дохода по ним практически равна нулю) в отличие от акций любой компании, доход по которым может ощутимо варьироваться.

Совершенно очевидно, что риск является вероятностной оценкой, следовательно, его количественное измерение не может быть однозначным и предопределенным. В зависимости от того какая методика исчисления риска применяется, величена его может меняться. Известны две основные методики оценки риска:1

- анализ чувствительности конъюнктуры;

- анализ вероятностного распределения доходности.