Эрмель, Мария Николаевна. Формирование международного рынка ценных бумаг в России : На примере сектора ММВБ : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10, 08.00.14. - Москва, 2005. - 143 с. : ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I Теоретические аспекты международного рынка ценных бумаг

1.1. Общая характеристика структуры международного рынка ценных бумаг 9

1.2. Экономическая сущность международного рынка ценных бумаг 20

1.3. Правовые особенности внутри российского биржевого рынка еврооблигаций и иностранных ценных бумаг 44

ГЛАВА II Особенности структуры международного сектора ценных бумаг ММВБ

2.1. Эволюция международного рынка ценных бумаг в России 50

2.2. Виды российских еврооблигаций, объёмы, доходности, рейтинги 75

2.3. Суверенные и корпоративные еврооблигации для различных групп инвесторов 87

ГЛАВА III Тенденции развития международного рынка ценных бумаг в России

3.1. Основные направления развития рынка еврооблигаций на ММВБ 99

3.2. Создание рынка российских депозитарных расписок ИЗ

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 130

Библиографический список 134

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования обусловлена возрастающим интересом к исследованию проблем развития международного рынка ценных бумаг в целом, и возникновением в рамках международного финансового рынка важного, но пока недостаточно изученного экономического феномена - международного сектора на внутреннем фондовом рынке страны с развивающейся рыночной экономикой. Международный сектор представляет собой организованный рынок ценных бумаг национальных и иностранных эмитентов, номинированных в иностранной валюте. Современная мировая экономика характеризуется всё возрастающей глобализацией рынков капитала, интеграцией национальных фондовых рынков в международный.

В условиях либерализации экономики, расширения масштабов рыночных реформ, рынок ценных бумаг является сферой, в которой формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются инвестиционные ресурсы, необходимые для осуществления инвестиционного процесса с целью обеспечения долгосрочного финансирования экономики. Устранение политических преград, отделявших российских инвесторов от мирового рынка капиталов, в том числе посредством организации международного рынка ценных бумаг в России носит принципиально важный характер, в первую очередь, из-за растущей потребности российских инвесторов в расширении возможностей использовать временно свободные средства. В 2002 г. Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) выступила инициатором создания на внутреннем фондовом рынке страны международного сектора ценных бумаг. Включение российского рынка ценных бумаг в процессы интернационализации фондовых рынков через формирование международного рынка ценных бумаг в России на примере сектора ММВБ в настоящий момент является достаточно важным для развития национальной экономики.

Актуальность избранной темы вызвана малой степенью изученности в теории вопросов создания и развития внутрироссийского рынка еврооблигаций и рынка иностранных ценных бумаг, а также необходимостью использования зарубежного опыта в российской практике.

Российский рынок ценных бумаг развивается и претерпевает качественные изменения в его структуре, инструментарии, методах работы. Экономическая деятельность на фондовом рынке требует глубоких экономических и юридических знаний, накопления и осмысления соответствующих навыков. Это даёт основание полагать, что требуются новые специальные исследования, касающиеся функционирования локального рынка еврооблигаций в России, в первую очередь, в области теории. Поскольку в современной отечественной литературе по рынку ценных бумаг отсутствуют специальные работы российских авторов, посвященные проблемам развития международного рынка ценных бумаг в России, постольку диссертационное исследование направлено на создание определённого фундамента теоретических знаний, необходимых для всестороннего изучения формирования международного рынка ценных бумаг в России.

Целью настоящей диссертационной работы является теоретическое обоснование необходимости и возможности развития международного рынка ценных бумаг в России на примере международного сектора ценных бумаг ММВБ.

В соответствии с целью исследования в диссертации определены следующие задачи:

выявить преимущества формирования международного рынка ценных бумаг в России с точки зрения российской экономики; различных групп инвесторов; фондового рынка России;

рассмотреть основные теории международных портфельных инвестиций, относящиеся к формирующемуся в России международному рынку ценных бумаг;

охарактеризовать особенности и этапы формирования международного рынка ценных бумаг в России;

провести межстрановые сопоставления состояния данного рынка по критериям: эмитенты, инвесторы, виды ценных бумаг;

выявить новые возможности для внутрироссийских участников данного рынка, в том числе за счёт допуска на внутрироссиискии рынок новых инвесторов и финансовых инструментов;

раскрыть специфику технологического режима обращения российских еврооблигаций и иностранных ценных бумаг внутри страны.

**Область исследования.**Содержание диссертационной работы соответствует области исследования пункту 4.4. - разработка методологии, определение форм и способов интеграции России, регионов и корпораций в мировой рынок ценных бумаг специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» и пункту 10 — мировой фондовый рынок, его механизмы и роль в развитии отдельных стран и всемирной экономики в целом; интернационализация деятельности фондовых бирж специальности 08.00.14 «Мировая экономика» Паспорта специальностей ВАК.

**Объектом**исследования является международный рынок ценных бумаг в России на примере международного сектора ценных бумаг ММВБ.

В качестве **предмета исследования**определена система финансово-экономических и правовых отношений, составляющих процесс формирования разных сегментов международного рынка ценных бумаг в России, в особенности создание и развитие внутреннего рынка российских еврооблигаций и рынка иностранных ценных бумаг.

**Теоретической и методологической основой исследования**служат идеи и положения, изложенные в трудах как российских авторов по рынку

ценных бумаг: Буклемишева О.В., Галанова В.А., Жукова Е.Ф., Колесникова В. И., Колтынюка Б.А., Миркина Я.М., Михайлова Д.М., Рубцова Б.Б., Федякиной Л.Н., Хмыз О. В., так и зарубежных исследователей современного международного финансового рынка, в частности, труды Бретта М, Галанта П., Фабоцци Ф., Фелла Л., Мэхони С, Энга М.М.; официальные статистические данные Банка международных расчётов и Центрального Банка РФ; данные Интернет, включая , , , (Стамбульская фондовая биржа), (Казахстанская фондовая биржа), материалы Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ). В качестве исходного был принят тезис о том, что посредством формирования международного рынка ценных бумаг в России будет происходить интернационализация деятельности российских фондовых бирж и интеграция России, отечественных корпораций в международный финансовый рынок. В процессе обобщения и анализа информации используются метод сравнений и аналогий, статистический анализ, экспертные оценки.

Научной новизной работы является исследование нового аспекта функционирования международного фондового рынка в форме международного сектора на внутреннем рынке ценных бумаг в России.

Автором диссертационного исследования выносятся на защиту наиболее существенные результаты:

разработана модель, состоящая из трёх групп факторов: глобальных/ внешних, страновых/ внутренних, отраслевых, определяющих включение российских еврооблигаций в инвестиционные портфели с учётом роста/снижения цен российских еврооблигаций, что позволило предложить рекомендации по инвестированию в российские еврооблигации (п. 4.4. паспорта специальности 08. 00. 10 ВАК);

обобщены принципы диверсификации инвестиционных портфелей с учётом информационной эффективности принятия решения, согласно

которым следует принимать решение о возможности включения ценных бумаг в инвестиционный портфель, принимая во внимание всю информацию: публичную/ общедоступную и частную (п. 4.4. паспорта специальности 08.00.10 ВАК);

предложен алгоритм допуска ценных бумаг иностранных эмитентов к обращению на Московской межбанковской валютной бирже на основе анализа листинговых требований за рубежом, предъявляемых к иностранному эмитенту, позволяющий выявить все аспекты деятельности эмитента (п. 10 паспорта специальности 08.00.14 ВАК);

разработана и обоснована концепция локального рынка еврооблигаций, которая может послужить основой для теоретического изучения локального рынка российских еврооблигаций; разработан многофакторный подход по изучению локального рынка еврооблигаций; определены меры по стимулированию внутреннего спроса на локальном рынке еврооблигаций (п. 10 паспорта специальности 08.00.14 ВАК);

подготовлены предложения по привлечению внутренних сбережений российских граждан в отечественные еврооблигации, которые могут послужить основой федеральной программы, что позволит использовать их как значительные резервы для повышения ликвидности внутрироссийского организованного рынка еврооблигаций (п. 4.4. паспорта специальности 08.00.10 ВАК).

**Практическая значимость**исследования состоит в том, что содержащиеся в нём результаты, выводы и рекомендации позволяют выявить особенности формирования международного рынка ценных бумаг в России и способствуют его дальнейшему развитию.

**Апробация и использование результатов диссертационного исследования.**Результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на научных конференциях преподавателей и аспирантов МУПК в 2003 - 2005 гг. Материалы диссертационного исследования используются в

преподавании дисциплин: «Международные финансы», «Международные валютно-кредитные отношения» по темам: «Мировой рынок ссудных капиталов», «Международные финансы» в ОУ ВПО Центросоюза РФ «Московский университет потребительской кооперации» (акт о внедрении от 14.04.2005 г.).

Публикации. По теме диссертации опубликованы 3 работы общим объёмом 1,1 п.л. (авторских 1,1 п.л.).

## Общая характеристика структуры международного рынка ценных бумаг

В современной российской экономической литературе термин «фондовый рынок», как правило, используется в качестве синонима термина «рынок ценных бумаг». " Securities market" - наиболее близкий английский эквивалент используемого в отечественной литературе термина «фондовый рынок» или термина «рынок ценных бумаг». Экономическое определение ценных бумаг различно. Так, в монографии Я.М. Миркина ценные бумаги — это права на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и т. п.) [45, С.66]. По нашему мнению это адекватное определение ценных бумаг, а в случае еврооблигаций материальной формой является выписка из депозитария. В мировой практике ценные бумаги классифицируют как:

инвестиции, принимающие форму акции или облигации [88,С575];

документы, являющиеся титулом собственности или правом на получение дохода [94,С93];

финансовые инвестиции в форме облигации или акции и т.д., или связанный с ними сертификат, показывающий кто им владеет [86,С.435]ит.д.

В настоящее время общепринятого определения международного рынка ценных бумаг нет. Так, В.И. Колесников и B.C. Торкановский рассматривают международный рынок ценных бумаг как рынок ценных бумаг, состоящий из двух секторов: а) сектора бумаг, которые появились на международном финансовом рынке и представляют собой результат существующих между странами на государственном и корпоративном уровне экономических отношений (сюда относятся также ценные бумаги, эмитированные финансовыми институтами различных международных организаций); б) сектора национальных ценных бумаг, поступивших для реализации на международный рынок [33, С. 345]. Коллектив авторов под редакцией Соколовой О. В. также трактуют международный рынок ценных бумаг (как рынок, состоящий из двух вышеперечисленных секторов) [70, С.431]. Рубцов Б.Б. под международным фондовым рынком понимает систему отношений и институтов, складывающуюся при межгосударственных перемещениях фиктивного капитала [59, С. 14]. С одной стороны, ряд авторов в качестве примеров международных рынков ценных бумаг на Западе приводят рынки еврооблигаций, евроакций, еврокоммерческих бумаг, а основными центрами международного рынка ценных бумаг называют Нью-Йорк, Франкфурт, Лондон, Токио и другие [70, С.431].С другой стороны, другие авторы, в частности Баринов Э.А. и Хмыз О.В. напрямую отождествляют международные биржи с международными рынками ценных бумаг [8, С. 287]. В. И. Колесников, В. С. Торкановский и Б. Б. Рубцов рассматривают рынок еврооблигаций в качестве особой части международного рынка ценных бумаг [33, С. 352] и как основной элемент данного рынка [59, С. 223] соответственно. М. Бретт ставит знак равенства между глобальным и международным рынком ценных бумаг [12, С.431]. Колтынюк Б. А. к критериям, по которым можно отнести рынок к международному рынку ценных бумаг, относит географические признаки и общественное признание [34, СЛО].

Таким образом, международный рынок ценных бумаг характеризуется следующими критериями: географическое расположение; фиктивный капитал; виды обращающихся ценных бумаг; объём сделок и некоторые другие. По мнению автора, под международным рынком ценных бумаг следует понимать глобальный организованный рынок ценных бумаг национальных и иностранных эмитентов, номинированных как в иностранных, так и в национальной валютах. Такой рынок представляет собой взаимозависимую систему проведения операций с ценными бумагами национальных и иностранных эмитентов, в том числе на базе международных секторов национальных фондовых рынках.

Если исходить из того, что международная ценная бумага является эмиссионной ценной бумагой, то деривативы (производные финансовые инструменты) можно отнести к международному рынку ценных бумаг, хотя традиционно деривативы относят либо к международному финансовому рынку [47, С.17] либо к мировому фондовому рынку [65, С.114], [59, С.14].

## Эволюция международного рынка ценных бумаг в России

Создание внутрироссийского рынка еврооблигаций является первым этапом формирования международного рынка ценных бумаг в России. Одна из предпосылок организации внутреннего биржевого рынка российских еврооблигаций кроется в классическом внебиржевом рынке еврооблигаций. К сожалению, инфраструктура данного рынка, учитывая необходимость открытия счетов в Евроклир или Клирстрим, и его крупнооптовый характер (как правило, величина минимального лота составляет 1 миллион долл. по номиналу) делает его доступным ограниченному кругу ведущих российских банков. У крупных российских банков размеры сделок составляют от 1 — 2 млн. долл. и выше - у западных финансовых институтов. В этих условиях большинство внутрироссийских институциональных и частных инвесторов лишаются возможности работать с еврооблигациями как с реальным инструментом инвестирования.

Другими предпосылками возникновения внутреннего рынка еврооблигаций являются:

расширение эмитентами состава потенциальных инвесторов за счёт внутреннего спроса;

клиенты - резиденты России получили возможность легально инвестировать свои денежные средства в высоколиквидные активы, получая при этом доходы в иностранной валюте;

банки и профессиональные участники рынка ценных бумаг получили доступ к новому сегменту известного и ёмкого рынка, что позволило предложить их клиентам новые услуги;

дефицит на российском фондовом рынке ликвидных и надёжных финансовых инструментов для инвестирования;

положительная динамика конъюнктуры российских еврооблигаций в 2000 - 2002 гг. С 20 мая 2002 года Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)1 начала проведение биржевых торгов по облигациям внешних облигационных займов Российской Федерации — российским федеральным еврооблигациям. Применяемая на ММВБ схема заключения и исполнения сделок с российскими федеральными еврооблигациями согласована с Банком России как с органом валютного регулирования и контроля. Данная схема организации биржевой торговли еврооблигациями позволяет обеспечить легальный механизм для одновременного проведения:

- торгов по ценным бумагам, номинированных в иностранной валюте на той же технологической базе и с тем же спектром операций, используемых в торговле акциями и облигациями, номинированных в рублях;

- клиринга и расчётов по заключённым сделкам в иностранной валюте на внутрироссийском (безоффшорном) фондовом рынке, при условии обязательного соблюдения принципа «поставка против платежа».

Подобная схема делает возможным заявление о том, что операции по приобретению и отчуждению ценных бумаг, которые подразумевают переход права собственности, осуществляются именно на организованном, а не на внебиржевом рынке. С одной стороны, создание механизма осуществления сделок с ценными бумагами за иностранную валюту посредством проведения расчётов и клиринга внутри России позволяет рассчитывать на некоторые позитивные изменения относительно привлекательности российского фондового рынка для иностранных инвесторов. С другой стороны, повышается прозрачность совершаемых операций и предотвращение ухода от налогообложения по сделкам с ценными бумагами.

## Основные направления развития рынка еврооблигаций на ММВБ

В современных условиях рынок ценных бумаг принимает глобальный характер. Поэтому посредством формирования международного рьшка ценных бумаг Россия получает уникальную возможность интегрироваться в международный финансовый рынок. На нынешнем этапе развития современного международного рынка ценных бумаг к основным тенденциям его развития в промышленно развитых странах можно отнести следующие: а) компьютеризация рынка ценных бумаг и б) нововведения на рынке ценных бумаг и производных инструментов. Немаловажно, что подобные тенденции и перспективы развития наблюдаются на внутрироссийском биржевом рынке еврооблигаций. Компьютеризация рынка ценных бумаг представляет собой результат широчайшего внедрения компьютеров во все области человеческой жизни в последние десятилетия. В настоящее время без компьютеризации существование и развитие рьшка ценных бумаг в современных формах и размерах были бы просто невозможны. Необходимо отметить, что компьютеризация сделала возможным совершить революцию не только в обслуживании рынка, прежде всего, посредством внедрения современных систем быстродействующих и всеохватывающих расчётов для участников рынка и между ними, но, и в его способах торговли. Именно компьютеризация составляет фундамент всех нововведений на рынке ценных бумаг.

К нововведениям на рынке ценных бумаг и производных инструментов относят:

1. новая инфраструктура рынка включает в себя современные информационные системы, системы клиринга и расчётов, депозитарного обслуживания участников рынка ценных бумаг; 2. новые инструменты данного рынка: а) допуск корпоративных и субфедеральных еврооблигаций на внутренний биржевой рынок еврооблигаций; б) российские депозитарные расписки; в) производные на еврооблигации. Так, на ММВБ одним из перспективных направлений развития рынка еврооблигаций считается организация торговли производными инструментами (прежде всего, фьючерсами) на еврооблигации, что даст дополнительный стимул развитию спот-рынка на ММВБ, так как появится возможность хеджирования рисков. Автор считает, что начало торговли срочными инструментами на еврооблигации будет зависеть от уровня развития рынка базового актива. Поэтому, поскольку фьючерсы относятся к рынку производных инструментов, постольку, для того, чтобы подобные инструменты были эффективными необходимо развивать рынок базовых активов, повышать его ликвидность, а также должна быть понятна технология образования цены на него. Специалисты биржи должны провести консультации с Банком России по поводу возможности расчётов в валюте. Главной задачей является разработка основных принципов торговли данными инструментами. Немаловажно, что одной из приоритетных задач Программы ММВБ на среднесрочную перспективу является создание в России международного рынка производных инструментов. Необходимо отметить, что международный опыт свидетельствует о том, что успешное развитие срочного рынка в условиях интеграции экономик разных стран связано с возможностью осуществления расчётов по производным инструментам не только в национальных валютах. Здесь речь, прежде всего, идёт о валютном маржировании. Валютное маржирование означает внесение средств депозитной маржи и перечисление вариационной маржи по результатам торгов в валюте, не являющейся национальной для страны организатора торгов. Таким образом, определение взаимных обязательств участников торгов и проведение расчётов по срочным инструментам с валютным маржированием осуществляются в иностранной валюте, что объективно исключает курсовой риск национальной валюты. В качестве одного из примеров срочных инструментов с валютным маржированием как раз могут служить срочные инструменты на ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте (российские еврооблигации, депозитарные расписки российских эмитентов и т.п.).

В современных условиях необратимый характер глобализации экономики в высшей степени затрагивает и Россию, не только в рамках экономической интеграции с европейскими странами, но и с государствами СНГ. Одновременно развитие общего срочного рынка стран СНГ сделает возможным формирование сбалансированных рыночных цен и позволит участникам рынка эффективно перераспределять свои риски. Помимо этого, развитие рынка срочных инструментов с валютным маржированием будет способствовать становлению международного сектора срочного рынка в России, что представляется особенно актуальным с учётом перспектив вступления во Всемирную торговую организацию (ВТО);