Мурадян Григор Норайрович. Особенности развития российского рынка корпоративных ценных бумаг в условиях глобализации финансовых рынков : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2001 164 с. РГБ ОД, 61:01-8/2955-0

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Современные тенденции и особенности развития мирового рынка корпоративных ценных бумаг 9

1.1 . Современный тенденции развития мирового рынка ценных бумаг и его воздействие на российский рынок 12

1.2.Современный опыт и методы торговли корпоративными ценными бумагами и его значение для России 22

1.3.Основные направления развития новых рынков корпоративных ценных бумаг 31

1.3.1. Крупнейшие развивающиеся рьврикорпоративных ценных бумаг .31

1.3.2. Международные фондовые биржи и их влияние на формирование ф новых рынков корпоративных ценных бумаг 38

Глава 2. Формирование российского рынка корпоративных ценных бумаг: особенности, динамика, проблемы 47

2.1. Некоторые аспекты формирования российского корпоративного рынка ценных бумаг 50

2.2. Инвестиционные фонды и инвестиционные банки как

потенциальные участники российского рынка корпоративных ценных

бумаг. Оффшорный бизнес на рынке корпоративных ценных бумаг 67

2.3. Проблемы развития рынка корпоративных облигаций 83

2.4. Перспективы развития российского рынка ценных бумаг 92

Глава 3. Фундаментальный анализ операций с корпоративными ценными бумагами... 103

3.1. Основные принципы, экономические модели и методы, используемые при фундаментальном анализе корпоративных ценных бумаг 103

3.2. Основные макроэкономические индикаторы и их роль при анализе рынка корпоративных ценных бумаг 114

3.3. Применение математического моделирования для анализа рынка

корпоративных ценных бумаг (на примере российского рынка) 121

Заключение 130

Список использованной литературы 138

Приложение 146

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Развитие системы мирохозяйственных связей особенно сильно проявилось в процессах глобализации финансовых рынков и в том числе рынков корпоративных ценных бумаг. Быстрое развитие глобального рынка ценных бумаг стало устойчивой тенденцией в развитии мировой экономики. Это заключается, во-первых, в расширении географии распространения рынка корпоративных ценных бумаг, включающем все новые и новые региональные рынки, во-вторых, во всё\* более интенсивно идущих процессах глобализации, т.е. структурному, организационному, операционному и юридическому формированию общемирового фондового пространства, в третьих, в появлении и оперативном внедрении в практику функционирования рынков корпоративных ценных бумаг совершенно новых инструментов и средств, обеспечивающих ускорение оборотов и движения капиталов, и, наконец, в четвертых, в том, что процессы на рынках корпоративных ценных бумаг активно влияют на экономическую ситуацию стран с развитой рыночной

*ф*и переходной экономикой.

В России финансовые рынки в последние годы развиваются высокими темпами, создается инфраструктура и развивается законодательная база рынка ценных бумаг, растет их вовлеченность в мировую финансовую систему. Российский рынок корпоративных ценных бумаг в силу самих масштабов экономики и своей емкости обладает громадным потенциалом, однако до сих пор он не выполняет своей основной роли - источника финансирования инвестиций путем трансформации сбережений экономики в инвестиции. Весьма ограничены его возможности также по надежному вложению средств.

Отечественный рынок корпоративных ценных бумаг, (который уже можно рассматривать как часть мирового рынка) находится на начальной

*й^*стадии становления. Однако в перспективе он должен сыграть ключевую роль в решении самой болезненной для российской экономики инвестиционной проблемы. Пока же основная функция российского рынка ценных бумаг -перераспределение собственности. Позитивные итоги развития российской

экономики в 1999-2000 гг. не оказали реального влияния на фондовый рынок во многом потому, что в большей мере ход его развития определяется динамикой фондовых индексов, в первую очередь, США и событиями происходящими на мировых товарных рынках.

Поэтому в этих условиях возникает необходимость решения 2-х групп взаимосвязанных проблем. Большую научную значимость и актуальность имеет активное научное и организационно-правовое освоение международного опыта (прейкде всего опыта работы ведущих финансовых организаций и корпораций на рынках ценных бумаг, международных фондовых бирж), возможностей его адащации к особенностям российской экономики фондового рынка. Другая группа рассматриваемых в работе проблем - препятствия тормозящие превращение рынка ценных бумаг в инструмент привлечения инвестиций в реальный сектор экономики России (низкая капитализация рынка и узкий круг предоставленных на нем эмитентов, ориентация на получении спекулятивного дохода, практическое отсутствие индивидуальных инвесторов и др.). Именно по этим причинам в качестве темы исследования выбраны особенности и проблемы становления российского рынка ценных бумаг в его взаимодействии с мировым фондовым рынком.

**Цель и задачи исследования.**

Цель исследования состояла в исследовании эволюции, состояния и особенностей функционирования российского рынка корпоративных ценных бумаг в условиях глобализации финансовых рынков и процессов и разработке на этой основе рекомендаций по повышению эффективности работы национального рынка корпоративных ценных бумаг, в частности, путем устранения негативных тенденций и диспропорций, проявившихся в ходе его развития.

Цель исследования определила постановку следующих задач: проанализировать тенденции и факторы развития мирового рынка корпоративных ценных бумаг; выявить и систематизировать направления и формы его влияния на российский рынок ценных бумаг;

дать комплексную характеристику макроэкономическим факторам и тенденциям тормозящим и активизирующим развитие рынка ценных бумаг в щрнод до и после финансового кризиса 1998 г.; определить особенности развития российского рынка корпоративных ценных бумаг;

выявить системные причины, препятствующие привлечению средств на рынок корпоративных ценных бумаг, в частности, мелких сбережений и усилению его роли в стимулировании инвестиционной деятельности; сюрмулировать ряд конкретных предложений по их устранению;

проанализировать правовое и структурно-организационное соответствие модели российского фондового рынка международному опыту и стандартам, исследовать перспективы развития российского рынка корпоративных ценных бумаг и возможности усиления его позиций на мировом рынке капитала;

исследовать возможность применения математического моделирования и фундаментального анализа для оценки вероятных изменений параметров корпоративных ценных бумаг российских эмитентов ;

проанализировать принципы и специфику международного и российского оффшорного бизнеса как одного из направлений развития российского рынка корпоративных ценных бумаг

Объект исследования - рынок корпоративных ценных бумаг.

Предметом исследования являются факторы и тенденции формирования российского рынка корпоративных ценных бумаг в взаимосвязи с процессами глобализации финансовых рынков.

Методология и методы исследования. В процессе исследования, обоснования выводов и рекомендаций использовались труды ведущих отечественных и зарубежных ученых - экономистов в области теории рынка ценных бумаг, макроэкономического анализа, финансов, фундаментального анализа математического моделирования, инвестирования. Основными методами, использованными в настоящей диссертационной работе являются:

системно-целевой, логический, функциональный, вероятностный,

математического моделирования.

В качестве информационной базы исследования были использованы отечественные и зарубежные источники: официальные сайты в Интернете ММВБ, РТСБ, ЦБР, мировых фондовых бирж и банков, материалы Госкомстата РФ, Центрального Банка России.

**Научная новизна работы**состоит в том, что проблемы формирования и перспективного развития национального рынка корпоративных ценных бумаг исследуются, как с учетом динамики макроэкономической ситуации в России, так и во взаимосвязи с усиливающимся воздействием на него тенденцией и особенностей функционирования мирового фондового рынка. В этих целях:

систематизированы современные тенденции развития мирового фондового  
рынка; при этом особо выделены те из них, которые значимы для перспектив  
развития российского рынка корпоративных ценных бумаг (расширение  
круга эмитентов за счет средних и мелких, механизм защиты инвесторов,

*Ш*прозрачность операций, рост оборота производных и числа финансовых инструментов, использование передовых информационных технологий и средств связи и др.);

выявлены и дана критическая оценка формам взаимодействия нового, формирующегося российского и иностранного капитала в финансовой сфере, и в первую очередь в сфере торговли корпоративными ценными бумагами; оценены перспективы и возможные последствия усиления позиции российского рынка ценных бумаг на мировом рынке капитала;

выдвинут и обоснован тезис о том, что в условиях слабого развития и высокой волатильности российского рынка его поступательное развитие и роль как источника инвестиционных ресурсов может быть обеспечена, в

*ф*первую очередь, за счет привлечения мелких сбережений и развития

институтов коллективного инвестирования; повышения прозрачности информации и уровня защиты акционеров, расширение видов ценных бумаг;

выработаны методические рекомендации использования методов фундаментального анализа для оценки возможного воздействия макроэкономических и финансовых индикаторов на движение цен на акции и облигации компаний и объемы их обращения;

определены особенности и перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций, при этом:

- выявлены причины слабого развития рынка корпоративных облигаций и  
его отличия от мировых тенденций (маломасштабность, ограниченное число  
инвесторов, низкая ликвидность вторичных торгов, привалирование  
спекулятивных операций и др.)

- обоснован вывод и сформулированы преимущества эмиссии  
корпоративных облигаций как эффективного источника средне и  
долгосрочного финансирования развития компаний, в первую очередь, с  
устойчивым финансовым положением.

**Практическая значимость и апробация**исследования определяется тем, что содержащиеся в ней методологические и методические положения и рекомендации способствуют выработке более обоснованных экономических решений при подготовке законодательных и нормативно-методических актов по регулированию деятельности рынка корпоративных ценных бумаг и органов, регламентирующих работу рынка ценных бумаг и его участников.

Ряд предложений автора, доведенных до уровня конкретных рекомендаций, может быть использован в работе акционерных обществ, инвестиционных, паевых и пенсионных фондов, привлекающих средства инвесторов и проводящих операции с фондовыми ценностями.

Результаты работы, в частности, применение фундаментального анализа при оценке динамики российского рынка корпоративных ценных бумаг, использовались в учебном процессе в Академии народного хозяйства при Правительстве РФ.

По теме диссертации опубликовано 2 работы общим объемом 0.9 п.л.

## Современный тенденции развития мирового рынка ценных бумаг и его воздействие на российский рынок

Динамичное развитие экономики, внедрение новых информационных и банковских технологий обусловило принципиальные изменения в деятельности крупнейших фондовых рынков. Эта трансформация продолжается и затрагивает все большее число национальных рынков, а также меняет роль и функции финансовых институтов. Наиболее заметные сдвиги имеют место на фондовых рынках мира, которые притягивают к себе все большую долю капитала и превращаются в один из важнейших источников инвестиционных ресурсов как для фирм развитых стран, так и для финансирования проектов в развивающихся государствах.

На крупнейших рынках корпоративных ценных бумаг появляются новые инструменты, системы торговли ценными бумагами, создается новая инфраструктура рынка. Новыми инструментами рынка ценных бумаг являются, прежде всего, многочисленные виды производных ценных бумаг и новые виды ценных бумаг. Новые системы торговли — это системы, основанные на использовании компьютеров и современных средств связи, позволяющие «вести торговлю в полностью автоматическом режиме, без посредников, без непосредственных контактов между продавцами и покупателями...» [21 ]. Новая инфраструктура рынка — это современные информационные системы, системы клиринга и расчетов, депозитарного обслуживания рынка ценных бумаг.

Определяющей особенностью современного рынка является его растущая интернационализация. При этом капитал институциональных (наряду с капиталом индивидуальных) инвесторов переходит границы стран, формируется качественно новый мировой рынок корпоративных ценных бумаг.

Инвестор из любой страны получает возможность вкладывать свои свободные средства в ценные бумаги, обращающиеся в других странах. Рьшок ценных бумаг принимает глобальный характер. Национальные рынки — это составные часта глобального всемирного рынка корпоративных ценных бумаг.

Российская экономика, характеризующаяся высокой экспортной ориентированностью, фактически впилась в систему мировохозяйственных связей т.е. в мировую экономическую систему, где фондовые индексы с одной стороны отражают достигнутый уровень и состояние национальной, с другой, возможные кризисные явления на мировых фондовых рынках могут служить механизмом «запуска» кризиса на национальном рынке ценных бумаг. Поэтому естественно, что кризисы на мировых финансовых рынках, будут влиять на финансовое состояние российской экономики и её финансовых рынков, причем по мере развития фондового рынка всё сильнее и глубже. Более того, можно утверждать, что в дальнейшем проявление кризиса, его последствия для российского рынка будут более болезненными из-за его более высокого спекулятивного риска и большей обособленности от реального сектора экономики.

Изменения такого рода неизбежно связаны с ростом инвестиционного риска. Следует также отметить, что особенностью современной интернационализации является рост портфельных инвестиций в экономику развивающихся стран [47 ]. В связи с этим остро встал вопрос об обеспечении надежности инвестиций, развития как традиционных, так и новых форм и методов регулирования фондового рынка.

Этот аспект проблематики развития современных корпоративных рынков ценных бумаг особенно актуален для формирования инвестиционной деятельности на фондовых рынках Российской Федерации. Несовершенство и неразвитость законодательства, особенно биржевого и о разделе собственности, техническая и методическая неоснащенность инвестиционной деятельности, низкий уровень ликвидности большинства бумаг - характерные особенности российского, как и любого неразвитого фондового рынка. Все это в значительной мере сдерживает рост и развитие рынка корпоративных ценных бумаг в России и его интеграцию в мировую финансовую систему.

В 80-е - 90-е годы XX века развитие мировой экономики определялось рядом новых тенденций, которые быстро набирают силу и становятся доминирующими в последнее время. Их исследование имеет важное теоретическое и прикладное значение при обосновании перспектив развития экономики России.

Прежде всего, происходящая технологическая революция, связанная с широким применением компьютеров и новых средств связи, привела к радикальным изменениям в производстве, торговле и особенно в финансовом секторе [ 55 ]. В развитых и развивающихся странах осуществляется приватизация, либерализируется торговля и сфера финансовых услуг, происходит децентрализация многих отраслей, устраняются административные «рогатки». С начала 90-х годов в это процесс включилась и Россия.

Спецификой современных экономических отношений является расширение движения капитала по сравнению с традиционной формой — международной торговлей [9]. Если раньше стоимость товарной массы, являющейся объектом международной торговли значительно превышала стоимость ввозимого и вывозимого капитала, то теперь этот разрыв быстро сокращается. В полной мере зависимость экономики от движения мирового капитала сказалась и на России. Причем влияние этого процесса обусловлено, в основном, двумя направлениями этого движения: оттоком капиталов из страны и иностранными инвестициями и займами, в частности, займами МВФ. Причем российская специфика такова, что объемы вывозимых капиталов многократно превышают объемы ввозимых.

## Некоторые аспекты формирования российского корпоративного рынка ценных бумаг

Российский рынок акций становится частью мирового фондового рынка, ощущая на себе влияние процессов, происходящих в мире, что в очередной раз подтвердил недавний фондовый кризис. О том, что интерес к акциям российских предприятий может снова возникнуть, неоднократно заявляли представители крупных западных инвестиционных компаний и финансовых кругов. Российские акции дешевы, они имеют высокий потенциал роста цен, что может сулить в будущем прибыли от операций с ними.

В отличие от западных стандартов, в России до 1997 г. существовал в основном внебиржевой рынок акций, а на российских биржах торговля корпоративными ценными бумагами не велась [20,46]. В 1997 г. заработал биржевой сектор торговли акциями, торги акциями российских эмитентов начались на ММВБ. Первоначально в листинг биржи были включены акции трех эмитентов: «Мосэнерго», «Норильского никеля» и «Ростелекома». Первые торги показали, что интерес к ним находится на достаточно высоком уровне, и к концу года листинг существенно расширился. Сейчас на бирже торгуется уже более десятка бумаг. О повышении привлекательности биржевого сектора торговли акциями свидетельствует тот факт, что в 1997 г. ММВБ начала расчет собственного индекса корпоративных ценных бумаг [18,20 ].

В 1997 г. руководством НАУФОР были предприняты шаги по усовершенствованию системы электронных внебиржевых торгов акциями приватизированных предприятий. Прежде всего следует отметить, что уже в конце 1996 г. была опробована электронная система торгов низколиквидными акциями (РТС-2), а в 1997 г. происходило ее активное развитие и сейчас листинг РТС-2 насчитывает более 200 акций. В течение 1997 г. произошло несколько крупных «перемещений» акций между РТС и РТС-2. К примеру, рост инвестиционного интереса к акциям предприятий связи летом 1997 г. позволил региональным операторам связи занять прочное место в листинге РТС (ранее, ценные бумаги большинства этих компаний торговались лишь на неорганизованном рынке).

В течение большей части 1997 года котировки акций на российском рынке повышались. Можно отметить 3 наиболее значительные волны повышения котировок. Первая волна началась сразу после Нового года и закончилась в конце февраля. Пик роста пришелся на 20 февраля, именно в этот день цены акций вышли на новые уровни. Следующая вторая волна повышения началась в конце апреля, а пик роста пришелся на 5 августа. И третьим пиком стало 6 октября, когда рынок в последний раз достиг наивысших значений. С этого момента начался спад, а затем произошло резкое падение цен, вызванное начавшимся фондовым кризисом [51 ].

Рынок ценных бумаг (РЦБ) в России начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия известного Постановления Совета Министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. "Об утверждении Положения об акционерных обществах". Для этого - первого этапа были характерны следующие процессы: - появление (еще в 1990 г.) первых открытых АО, выпустивших акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк «Менатеп», Российская товарно-сырьевая биржа);

- в марте 1991 г. государственные облигации впервые появились на биржевых торгах (фондовый отдел Московской товарной биржи);

- массовое создание АО и выпуск их акций в свободную продажу;

## Основные принципы, экономические модели и методы, используемые при фундаментальном анализе корпоративных ценных бумаг

В этом разделе работы рассмотрим более подробно принципы и методику фундаментального анализа динамики котировок акций, некоторые проблемы которого уже затрагивались выше. Фундаментальным анализом широко пользуются не только инвесторы при разработке собственной инвестиционной политики и стратегии, но и организаторы корпоративных рынков ценных бумаг при их построении и организации деятельности. Кроме того, фондовый рынок и рынок корпоративных ценных бумаг, как его составляющая, во многом являются "рынками ожиданий", на которых огромное значение имеет не только реальное экономическое положение эмитента, но и общий прогноз его перспектив, который в свою очередь может оказать существенное влияние на уровень и характер котировок. В этой связи фундаментальный анализ представляется не только мощным средством изучения направлений развития корпоративных рынков, но и «...фактором оказывающим заметное влияние на их конкретное функционирование...» [36].

По мере вхождения российской экономики в спокойное русло, ее перехода к долговременному, поступательному развитию все большее практическое значение приобретает исследование таких факторов, определяющих будущее движение цен на акции и другие ценные бумаги и перспективное сосотояние фондовых рынков, как валовый внутренний продукт, процентные ставки, инфляция и др. Официальные данные о динамике этих показателей собираются и анализируются на протяжении многих десятилетий. Абсолютные объемы, индексы и темпы изменения этих и других сводных данных - предмет фундаментального анализа - являются индикаторами состояния экономики и ориентирами для развития компаний и принятия финансовых решений. Поэтому, наряду с техническим анализом, который традиционно используют многие инвесторы, широко используются и результаты фундаментального анализа.

Фундаментальные аналитики делают прогнозы объема внутреннего валового продукта, объема продаж и уровня доходов в ряде отраслей, а также объема продаж и уровня доходов крупных фирм. В конечном счете, данные прогнозы превращаются в оценки ожидаемой доходности определенных акций и, возможно, отдельных отраслей и даже фондового рьшка в целом. В одних случаях это очевидно. Например, если оценку величины доходов фирмы в расчете на одну акцию для следующего года умножить на прогнозируемое соотношение «цена — доход», то можно оценить ожидаемую цену акции фирмы в следующем году, что в свою очередь позволяет спрогнозировать ожидаемую доходность. В других случаях взаимосвязь носит косвенный характер. Например, акции, для которых прогнозируется доходность, превышающая оценки остальных инвесторов, могут быть включены в «одобренный» список.

Некоторые организации, занимающиеся инвестициями и пользующиеся услугами финансовых аналитиков применяют метод прогнозирования «сверху-вниз» . При таком методе финансовые аналитики вначале делают прогнозы для экономики в целом, затем для отдельных отраслей и, наконец, для конкретных компаний. Прогнозы для отраслей основываются на прогнозах для экономики в целом, а прогнозы для компаний в свою очередь основываются на тех и других прогнозах.

Другие организации, специализирующиеся на инвестициях, сначала оценивают перспективы отдельных компаний, затем дают прогноз оценки перспектив для отраслей и, наконец, для экономики в целом. Такой метод прогнозирования «снизу—вверх» может неумышленно использовать некорректные допущения. Например, один аналитик при оценке объема продаж за рубежом компании. А использует один прогноз валютных курсов, тогда как другой аналитик при оценке объема продаж за рубежом компании В исходит из другой оценки тех же валютных курсов. Система прогнозирования «сверху— вниз» менее подвержена такой опасности, так как все аналитики организации будут использовать один и тот же прогноз валютных курсов.