**Северо-Кавказская Академия**

**Государственной Службы**

**Курсовая работа**

**По Финансам, Денежному Обращению и Кредиту**

**На тему: «Финансовый рынок России»**

**1999**

**Оглавление:**

ВВЕДЕНИЕ 3

Глава 1. Рынок ценных бумаг. 4

1.1. Понятие рынка ценных бумаг. 4

1.2. Классификация ценных бумаг. 5

Глава 2. Виды ценных бумаг. 6

2.1. Сертификаты и ценные бумаги денежного рынка. 6

2.2. Облигации. 8

2.3. Акции 10

1 Привилегированные акции 11

Глава 3. Рынок ГКО. 13

3.1. Необходимость выпуска государственных ценных бумаг. 13

3.2.Развитие рынка государственных ценных бумаг и структура государственного долга. 14

3.3. Рынок государственных краткосрочных облигаций. 19

3.4. Структура рынка ГКО. 23

3.5. Участники рынка 27

3.6. Порядок осуществления операций с ГКО Сбербанком России 29

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 31

Список используемой литературы. 32

# ВВЕДЕНИЕ

Накопление денежного капитала играет важную роль в рыночной экономике. Непосредственно самому процессу накопления денежного капитала предшествует этап его производства. После того как денежный капитал создан или произведен, его необходимо разделить на часть которая вновь направляется в производство, и ту часть, которая временно высвобождается. Последняя, как правило, и представляет собой сводные денежные средства предприятий и корпораций, аккумулируемые на рынке ссудных капиталов кредитно-финансовыми институтами и рынком ценных бумаг.

Возникновение и обращение капитала, представленного в ценных бумагах, тесно связанно с функционированием рынка реальных активов, т.е. рынка, на котором происходит купля-продажа материальных ресурсов. С появлением ценных бумаг (фондовых активов) происходит как бы раздвоение капитала. С одной стороны, существует реальный капитал, представленный производственными фондами, с другой - его отражение в ценных бумагах.

Появление этой разновидности капитала связано с развитием потребности в привлечении все большего объема кредитных ресурсов вследствие усложнения и расширения коммерческой и производственной деятельности. Таким образом, фондовый рынок исторически начинает развиваться на основе ссудного капитала, т.к. покупка ценных бумаг означает не что иное, как передачу части денежного капитала в ссуду.

Ключевой задачей, которую должен выполнять рынок ценных бумаг является прежде всего обеспечение условий для привлечения инвестиций на предприятия, доступ этих предприятий к более дешевому, по сравнению с банковскими кредитами капиталу.

# Глава 1. Рынок ценных бумаг.

## 1.1. Понятие рынка ценных бумаг.

Фондовый рынок является чутким барометром состояния экономики. Ныне основными целями на российском рынке ценных бумаг являются цели становления и закрепления отношений собственности, а главными участниками этого рынка - коммерческие банки.

Участники российского рынка ценных бумаг имеют общую задачу - получение прибыли. Именно под воздействием источников и условий, при которых она образуется, и складывается структура отечественного фондового рынка, одной из отличительных черт которой стало существенное преобладание государственных ценных бумаг. Кроме того, весьма характерно для отечественного фондового рынка и то, что основная часть ценных бумаг проходит только стадию первичного размещения, почти не обращаясь на вторичном рынке.

Поскольку управлять экономикой может только тот, кто владеет собственностью, то и рынок ценных бумаг приобретает особую экономическую и историческую значимость.

Как и любой другой рынок, РЦБ складывается из спроса, предложения и уравновешивающей их цены. Спрос создается компаниями и с некоторых пор государством, которым не хватает собственных доходов для финансирования инвестиций. Бизнес и правительства выступают на РЦБ чистыми заемщиками (больше занимают, чем одалживают), а чистыми кредитором является население, личный сектор, у которого по разным причинам доход превышает сумму расходов на текущее потребление и инвестиции в материальные активы (главным образом жилье).

Роль фондового рынка как инструмента рыночного регулирования должно рассматриваться особо, поскольку его закономерности очень сложны и неоднозначны и представляют особый коммерческий интерес. К тому же до сих пор считается, что выявить эти закономерности с приемлемой точностью практически нереально.

Прежде чем перейти собственно к ценным бумагам, следует объяснить такое понятие, как фиктивный капитал, поскольку именно движение фиктивного капитала и является основой функционирования фондового рынка. Фиктивный капитал представляет собой общественное отношение, суть которого состоит в его способности улавливать некоторую часть прибавочной стоимости. Историчеки основа возникновения фиктивного капитала сосояла в обсоблении ссудного капитала от производственного и образовании кредитной системы, а технический отрыв фиктивного капитала от реального произошел на базе ссуды капитала, в результате чего в руках владельца ссудного капитала остается титул собственности, а реально распоряжается этим капиталом функционирующий предприниматель.Тем самым фиктивный капитал проявляется в форме титула собственности, способного вступать в обращение, и более того, способного обращаться относительно независимо от движения действительного капитала. Реально фиктивный капитал опосредует процессы концентрации и централизации капитала, распределения и перераспределения прибыли, а также перераспределения национольного дохода через систему государственных финансов.

## 1.2. Классификация ценных бумаг.

Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизиторов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.

В случаях, предусмотренных законом или в установленном им порядке, для осуществления и передачи прав, удостоверенных ценной бумагой, достаточно доказательств их закрепления в специальном реестре (обычном или компьютеризированном). [ Гражданский кодекс РФ, статья 142 ]

Таким образом, ценные бумаги выступают разновидностью денежного капитала, движение которого опосредует последующее распределение материальных ценностей.

В прошлом ценные бумаги существовали исключительно в физически осязаемой, бумажной форме и печатались типографическим способом на специальных бумажных бланках. Ценные бумаги, как правило, изготовляются с достаточно высокой степенью защищенности от возможных подделок. В последнее время в связи со значительным увеличением оборота ценных бумаг многие из них стали оформляться в виде записей в книгах учета, а также на счетах, ведущихся на различных носителях информации, то есть перешли в физически неосязаемую (безбумажную) форму. Поэтому на рынке ценных бумаг выпускаются, обращаются и погашаются как собственно ценные бумаги, , так и их заменители. Объекты сделок на рынке ценных бумаг также называют инструментами рынка ценных бумаг, фондами (в значении денежные фонды) или фондовыми ценностями.

# Глава 2. Виды ценных бумаг.

## 2.1. Сертификаты и ценные бумаги денежного рынка.

В случае, если ценные бумаги не существуют в физически осязаемой форме или если их бумажные бланки помещаются в специальные хранилища, владельцу ценной бумаги выдается документ, удостоверяющий его право собственности на ту или иную фондовую ценность. Этот документ называется сертификатом ценной бумаги. Сертификаты ценных бумаг на предъявителя могут выпускаться для замещения собой несколько однородных ценных бумаг (подобно денежным купюрам различного достоинства). В последнем случае сертификат не обязательно содержит информацию о владельце фондовой ценности.

Экономическую суть и рыночную форму каждой ценной бумаги можно одновременно рассматривать с разных точек зрения, в связи с чем каждая ценная бумага обладает целым набором характеристик. Это предопределяет и возможность классификации ценных бумаг по разным признакам, что обычно диктуется практическими потребностями.

Возможно прежде всего разделить все ценные бумаги на две большие группы: денежные и капитальные или фондовые ценные бумаги, то есть те, которые обращаются на рынке капиталов, который называют также финансовым, или фондовым, рынком.

**Ценные бумаги денежного рынка** -оформляют заимствование денег - это долговые ЦБ. К ним относятся векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и другие. Доход по этим ЦБ носит разовый характер и получается либо за счет покупки их по цене ниже номинальной стоимости, либо за счет получения процентов при их погашении. Денежные ЦБ, как правило являются краткосрочными (со сроком погашения менее одного года).

Денежными эти бумаги называют по разным причинам: они широко используются в рамках кредитно-банковской сферы, средства, полученные от эмиссии этих ценных бумаг, в дальнейшем используются преимущественно как традиционные деньги для производства текущих платежей или погашения долгов; некоторые из этих ценных бумаг используются в качестве заменителей наличных денег как средство платежа: например, коммерческие векселя используют для оплаты товара, а правительственными казначейскими векселями можно заплатить федеральные налоги.

Денежные обязательства, выражаемые денежными ценными бумагами, в большинстве своем укладываются в срок до 1 года. Доход от покупки и держания таких ценных бумаг носит разовый характер. Форма их не предусматривает специальных атрибутов, являющихся основанием для получения дохода, например, процентных купонов. В процессе рыночной сделки доход реализуется как разница между продажной (более низкой) и нарицательной ценой денежного документа.

Экономическая роль ценных денежных бумаг состоит в обеспечении непрерывности кругооборота промышленного, коммерческого и банковского капитала, бесперебойности бюджетных расходов, в ускорении процесса реализации товаров и услуг, то есть в конечном счете в обеспечении процесса каждого индивидуального воспроизводства, предполагающего непрерывность притока денежного капитала к исходному пункту. Существование таких ценных бумаг позволяет банкам, реализовать все высвобождающиеся на короткие сроки средства в качестве капитала. Банковская система, используя перманентную куплю-продажу казначейских векселей, балансирует все свои активы и пассивы на ежедневной основе. Покупая и продавая определенное количество ценных бумаг.

В группу **капитальных ценных бумаг** включают акции, облигации, паи кооперативов, инвестиционные сертификаты, закладные листы и их разновидности. Средства, полученные путем эмиссии и продажи этих ценных бумаг, предназначены для образования или увеличения капитала производительных предприятий, нацеленных на получение прибыли, которой они затем поделятся с покупателями (держателями). Рынок капитальных ценных бумаг является важнейшей частью экономики, функционирующей на рыночных принципах: без него немыслимо формирование капитала крупного производства.

Многие ценные бумаги выпускаются частными компаниями и потому получили название частных (коммерческих). Частные инструменты фондового рынка являются менее надежными по сравнению с государственными, по которым правительство гарантирует выполнение условий выпуска.

Вложение средств в частные фондовые инструменты сопряжены со многими видами рисков. при том различают следующие их виды:

- риск потери капитала, вложенного в ценные бумаги, возникающий, например, в связи с банкротством эмитента;

- риск потери ликвидности, то есть того, что купленную ценную бумагу нельзя будет продать на рынке, не избежав при этом существенных потерь в цене;

- рыночный риск, то есть риск падения их цены вследствие ухудшения общей конъюктуры рынка.

К частным ценным бумагам относятся как долговые обязательства, так и долевые ценные бумаги (акции). Каждая из указанных разновидностей фондовых ценностей имеет свои специфические особенности.

**Долговые обязанности** выпускаются коммерческими организациями в целях заимствования на финансовом рынке денежных средств, необходимых для решения стоящих перед ними текущих и перспективных задач. Наиболее распространенной формой частных долговых обязательств являются облигации.

## 2.2. Облигации.

Облигация - ценная бумага, удостоверяющая внесение ее владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок, с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска).

Облигации могут выпускаться государством, а также частными компаниями с целью привлечения заемного капитала. Выпускаются они обычно под залог определенного имущества. Облигации, обеспеченные закладной, дают их держателям дополнительную гарантию по потери своих средств, поскольку закладная дает право держателю облигаций продавать заложенное имущество в случае, если предприятие не в состоянии осуществить надлежащие платежи. Однако существуют и беззакладные облигации, представляющие собой долговые обязательства, основанные лишь на доверии к кредитоспособности предприятия, но не обеспеченные каким - либо имуществом. Выпускают такие облигации предприятия с устойчивым финансовым положением.

Предприятие, выпускающее облигации, принимает на себя обязательства выплатить проценты на каждую облигацию, указать места, в которых облигации и купонные листы будут вручены их держателям, определить юридический титул и закладную собственность, застраховать заложенную собственность против пожара и других возможных потерь; заплатить налоги, раскрыть информацию об предприятии и правовых основаниях его деятельности.

Если предприятие не выполняет свои обязательства перед держателями облигаций, то последние, наряду с доверенным представителем, могут предпринять некоторые действия для того, чтобы восстановить свои потери. Так, в соглашении о выпуске обычно предусматривается возможность досрочного погашения облигаций по требованию их владельцев в случае невыплаты процентов. В указанном случае держатели облигаций также могут получить право участвовать в выборах лиц, управляющих компанией.

Предприятие выплачивает проценты по облигациям в определенные периоды времени. Поэтому при продаже облигаций в дни, не совпадающие с днями выплаты процентов, покупатель и продавец должны разделить между собой сумму процентов. Большинство облигаций продается с нарастающими процентами. При этом покупатели уплачивают продавцам помимо рыночной стоимости облигаций проценты, причитающиеся за период, прошедший с момента их последней выплаты. Сами же покупатели при наступлении срока выплаты процентов получают их полностью. Таким образом, сумма процентов распределяется между различными владельцами.

**Виды облигаций:**

1. *Купонные облигации* или облигации на предъявителя.

К ним прилагаются специальные купоны, которые должны откалываться два раза в год и представляться платежному агенту для выплаты процентов. Фактически купон - своеобразный простой вексель на предъявителя. Эти облигации обратимы, а купон и сертификат выступают в качестве титула собственности. Поскольку эти облигации оформляются на предъявителя, предприятие не регистрирует, кто является их собственником.

2. *Именные облигации*.

Большинство облигаций регистрируются на имя их владельца, при этом ему выдается именной сертификат. Эти облигации не имеют купонов, а платежи по процентам осуществляет платежный агент в соответствии с установленным графиком. При продаже или обмене именных облигаций старый сертификат аннулируется и выпускается новый - с указанием нового владельца облигаций.

3. *"Балансовые" облигации.*

Этот вид облигаций приобретает все большее распространение, поскольку их выпуске не сопряжен с такими формальностями, как выдача сертификатов и тп. : просто все необходимые данные об облигационеров вводятся в компьютер.

**Особенности некоторых видов облигаций.**

1.Многие необеспеченные облигации могут быть конвертируемыми. Это значит, что при выпуске облигаций такого рода предусматривается право облигационера в течение всего срока, на который выпущены облигации, обменять их на обыкновенные или привилегированные акции. Конвертируемость имеет свои преимущества как для эмитента, так и для инвестора.

Важное значение для держателей конвертируемых облигаций имеют конверсионный коэффициент и конверсионная цена. Конверсионный коэффициент показывает, какое количество акций можно получить в обмен на такую облигацию. На основе этого коэффициента исчисляется конверсионная цена: номинал облигации делится на коэффициент и получается конверсионная цена.

2. Иногда предприятия, выпуская облигации, предусматривают право востребовать их (отозвать) до срока погашения. В этом случае устанавливаются условия такого востребования: по номиналу или с небольшой надбавкой, которая уменьшается на установленную процентную величину каждый год после выпуска. Когда предприятие отзывает облигации, облигационеры обязаны возвратить свои облигации. Исключения бывают, когда корпорация при выпуске облигаций предусматривает "факультативное право востребования" или "отзывной опцион".

3. Иногда при выпуске облигаций предусматривается право облигационера на возврат облигаций до наступления срока платежа, при этом эмитент обязан погасить облигации по номиналу. Обычно это право предусматривается в том случае, если компания-эмитент оставляет за собой право изменять номинал облигации. Фактически это дает инвестору возможность выбора между новым номиналом и получением наличных.

4. В облигационное соглашение может быть включено требование о том, чтобы предприятие-эмитент осуществляла регулярные отчисления на специальный счет, чтобы гарантировать погашение облигаций по наступлении срока платежа. Такой специальный фонд получил название выкупного фонда, или фонда погашения. Его существование дает определенные гарантии инвесторам, а с другой стороны, избавляет предприятие от чрезмерно крупных единовременных затрат при наступлении срока погашения по серии облигаций.

## 2.3. Акции

**Акция** - ценная бумага,свидетельствующая о внесении пая в капитал акционерного общества. Дает ее владельцу право на присвоение части прибыли в форме дивиденда.

В современном капиталистическом мире основной формой организации бизнеса являются корпорации или акционерные общества, которые имеют значительные преимущества по сравнению с другими формами. Два наиболее важных из них это - ограниченная ответственность их участников , которые несут убытки лишь в размере своего взноса, сильно упрощенная процедура передачи прав собственности (продажа акций), а также (и это, наверное, основное преимущество) огромные возможности по мобилизации капитала через эмиссию акций и облигаций, что, в свою очередь, составляет основу быстрого и продуктивного роста компании.

Акционерные общества являются наиболее удобной формой деловой организации для субъектов, не занимающихся мелким бизнесом, в силу целого ряда причин.

1) акционерные общества могут иметь неограниченный срок существования, в то время как период действия предприятий, основанных на индивидуальной собственности или товарищества с участием физических лиц, как правило, ограничен рамками жизни их учредителей.

2) акционерные общества благодаря выпуску акций получают более широкие возможности в привлечении дополнительных средств по сравнению с некорпорированным бизнесом.

3) поскольку акции, как правило, обладают достаточно высокой ликвидностью, их гораздо проще обратить в деньги при выходе из акционерного общества, чем получить назад долю в уставном капитале товарищества с ограниченной ответственностью.

Акции можно рассматривать как единицы измерения собственнических интересов членов акционерного общества - акционеров. Собственнический интерес - это объем правомочий, получаемых акционером в обмен на передаваемый ими акционерному обществу капитал. Таким образом, акция как объект права собственности по своему характеру представляет собой категорию прав, а не вещей в их телесном виде. Право собственности на акцию это право собственности на права, которые ее обладатель имеет.

Акции имеют стоимость.

Различают различные виды **стоимости** акций:

1. *Нарицательная стоимость* (номинал) - произвольная стоимость, устанавливаемая при эмиссии и отражаемая в акционерном сертификате.Номинал практически не связан с реальной стоимостью , и поэтому в последнее время на западе перестали указывать на акциях их номинал.
2. *Балансовая стоимость*, исчисляемая как частное от деления чистых активов корпорации на количество выпушенных и распространенных акций.
3. *Рыночная стоимость* ( продажная цена акции, курс ) - текущая стоимость акции на бирже или во внебиржевом обороте (к примеру, последняя котировка ). Это наиболее важный вид стоимости, поскольку именно она (а точнее - прогноз ее изменения ) играет основную роль в обращении акций данной корпорации. Но об этом чуть позже.

Документ, свидетельствующий о владении акциями, называется акционерным сертификатом. В нем указываются данные об эмитенте, и данные о зарегистрированном держателе или держателях, номинал (если таковой имеется ), тип и число акций, находящихся в собственности держателя сертификата, и соответствующие права на голосование.

**Типы акций**.

### 1 Привилегированные акции

До сих пор еще не были рассмотрено различие акций по типам, хотя некоторые их особенности уже упоминались выше. Различают обыкновенные и привилегированные акции. Как и обыкновенные акции, привилегированные акции представляют собой ценную бумагу, указывающую на долю участия ее держателя в корпорации. От обыкновенных акций их отличает следующее:

1. дивиденды на привилигированные акции, как правило, устанавливаются по фиксированной ставке;
2. они выпускаются с указанием номинала и размера дивиденда в процентах или в долларах на акцию;
3. дивиденды по привилегированным акциям выплачивается до выплат по обыкновенным акциям и не зависят от прибыли акционерного общества;
4. держатели привилегированных акций имеют преимущественное право на определенную долю активов акционерного общества при ее ликвидации;
5. как правило, держатели привилегированных акций не имеют преимущественных прав на покупку акций нового выпуска и права голоса.

*Виды привилегированных акций.*

1. Кумулятивные привилегированные акции - самый распространенный тип привилегированных акций. Предусматривается, что любые причитающися,но не объявленные дивиденды накапливаются и выплачиваются по этим акциям до объявления дивидендов по обыкновенным акциям.
2. Некумулятивные привилегированные акции. Держатели этих акций теряют дивиденды за любой период, за который совет директоров не объявил их выплату.
3. Привилегированные акции с долей участия дают их держателям право на получение дополнительных дивидендов сверх объявленной суммы, если дивиденды по обыкновенным акциям превышают объявленную сумму.
4. Конвертируемые привилегированные акции. Эти акции могу быть обменены на установленное количество обычных акций по оговоренной ставке.
5. Привилегированные акции с корректируемой ставкой дивидендов. В отличие от привилегированных акций с фиксированной ставкой дивидендов дивиденды по этим акциям корректируются на основе учета динамики процентных ставок по краткосрочным государственным бумагам или курса некоторых других инструментов рынка краткосрочных капиталов.
6. Отзывные привилегированные акции. Выпуская эти акции АО оставляет за собой право "отозвать", то есть выкупить их по цене с надбавкой к номиналу.

Приведенные выше характеристики привилегированных акций могут комбинироваться.При этом, если АО выпускает несколько классов привилегированных акций,то они получают название привилегированных акций класса А, класса B, и тд., причем акции класса А дают их держателям большие привилегии при выплате дивидендов и при погашении обязательств в случае ликвидации акционерного общества.

Акции, будучи более рискованными ценными бумагами по сравнению с долговыми обязательствами, как правило, привлекают инвесторов возможностью получения повышенного дохода, который может складываться из суммы дивидендов и прироста капитала, вложенного в акции, вследствие повышения их цены. Благодаря повышенной доходности акции обычно обеспечивают лучшую защиту от инфляции по сравнению с долговыми обязательствами. Поэтому основным мотивом, побуждающим инвесторов вкладывать средства в акции, является желание обеспечить прирост денежных вложений вследствие повышения их цены, а также стремление получить повышенные дивиденды.

Экономическая роль капитальных ценных бумаг многогранна. Они позволяют аккумулировать крупные капиталы из более мелких капиталов и сбережений населения для финансирования реального производства. Они создают огромное количество собственников, заинтересованных в доходности предприятий. Они придают мобильность капиталу, его быстрой переориентации в те отрасли, где он может принести наибольшую прибыль. Это инструмент перелива капиталов из отрасли в отрасль и из предприятия в предприятие. Они дают возможность тиражирования прав собственности в их переуступки, оформления долгов и придания им ликвидной формы.

# Глава 3. Рынок ГКО.

## 3.1. Необходимость выпуска государственных ценных бумаг.

В условиях рыночной экономики финансовое здоровье государства, его перспективы определяются прежде всего состоянием государственного бюджета, величиной его дефицита, а также величиной государственного долга - агрегированной характеристикой этого дефицита.

В развитых странах мира накоплен большой опыт в управлении государственным долгом прежде всего рыночными методами, связанными с использованием различных финансовых инструментов, призванных обеспечивать 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 долговых обязательств. Рынок государственных ценных бумаг - это, с одной стороны, один из индикаторов состояния всей экономики, а с другой - одна из болевых точек, воздействие на которую может замедлить или ускорить процессы рыночных преобразований.

Создание рынка государственных ценных бумаг, при условии его полноценного функционирования, позволит решить следующие проблемы:

- финансирование бюджета из не инфляционного источника (за счет привлечения финансовых ресурсов с рынка);

- кризис неплатежей (выпуск казначейских обязательств предназначен для покрытия бюджетных долгов - так называемого начального звена в цепочке хронических неплатежей)

- определение реальной стоимости обслуживания государственного долга (процентная ставка по государственным облигациям будет определяться и диктоваться рынком);

- установление ориентира для рыночных ставок по другим инструментам финансового и денежного рынков (ставка по государственным краткосрочным облигациям всегда является отправным пунктом при сравнении различных типов инвестиций), в том числе по срочным и опционным сделкам;

- предоставление участникам рынка высоконадежного, высоко ликвидного инструмента для временного размещения финансовых ресурсов, конкурирующего с существующими финансовыми инструментами (расширение спектра финансовых операций позволит диверсифицировать портфели финансовых компаний и таким образом снижать риски и осуществлять более долгосрочное инвестирование);

- вышеупомянутое обстоятельство заметно снизит чувствительность экономики к избыточному росту рублевой денежной массы и в условиях последовательной денежно-кредитной политики правительства и Центробанка даст хорошие результаты в достижении финансовой стабилизации экономики;

- предоставление в распоряжение Банка России инструмента для проведения денежно-кредитной политики посредством операций на открытом рынке;

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

- внедрение современной электронной технологии торговли, расчетов и депозитарного учета, которая станет своего рода "моделью", примером для подражания в процессе становления отечественного фондового рынка, стимулом для цивилизованного развития всего фондового рынка в России и СНГ.

## 3.2.Развитие рынка государственных ценных бумаг и структура государственного долга.

Отправной точкой в развитии государственных ценных бумаг принято считать принятие закона "О государственном долге" в конце 1991 г., которым были определены своего рода правила участия государства в этом рынке.

В это же время Банк России провел экспериментальный аукцион по размещению Первого внутреннего республиканского займа РСФСР 1991 г.

Характеристики этого займа:

- срок обращения - 3 года;

- купонная ставка 8,5 %.

В ходе аукциона было реализовано облигаций на сумму 55 млн. руб. и, кроме того, были опробованы новые (для России) технологии выпуска и размещения облигаций:

- безбумажный выпуск (в виде записей по счетам владельцев);

- аукционный сбор заявок;

- определение цены реализации на основе конкуренции ценовых предложений продавца и покупателей.

Следующим этапом на пути становления рынка государственных ценных бумаг стала начатая 10 августа 1992 г. Центральным банком Российской Федерации постоянная торговля облигациями Государственными республиканского внутреннего займа РСФСР 1991 г. ("30-летний заем").

Его основные параметры:

- объем - 80 млрд. руб.;

- номинал облигаций - 100 000 руб.;

- купонная ставка - 15 % годовых;

- срок обращения - 30 лет (с 1 июля 1991 г. по 30 июня 2021 г.).

Этот займ был первый в России, котируемый Банком России. Основным новшеством в технике выпуска и обращения было использование Главных территориальных управлений Банка России в качестве дилеров, осуществляющих операции по покупке и продаже облигаций от имени Банка России на основе еженедельно объявляемых котировок.

Несмотря на достаточно многообещающую динамику размещения, долгосрочность выпущенных облигаций, даже при условии наличия "особой недели" ( цены на эту неделю определялись за 13 месяцев до ее наступления) существенно сдерживала развитие рынка.

Еще одним не очень удачным проектом оказалась эмиссия в сентябре 1993 года Золотых сертификатов. Его основные параметры:

- объем - рублевый эквивалент 100 тонн золота в ценах золота на Лондонской бирже, по курсу доллара Центробанка РФ ( размещена была незначительная часть);

- номинал - рублевый эквивалент 10 кг. золота пробы 0,9999 в ценах золота на Лондонской бирже, по курсу доллара Центробанка;

- купонная ставка - 3 % годовых;

- срок обращения - 1 год.

Минфин ежедневно объявлял цену продажи Золотых сертификатов, пытался дробить номинал и долями торговать на ММВБ. Однако вторичный рынок так и не возник. Эта было обусловлено низкой доходностью, низкой ликвидностью и, отчасти, высоким номиналом данной ценной бумаги.

В том же 1993 году Минфин в целях реструктуризации внутреннего валютного долга выпустил облигации внутреннего валютного займа на сумму около 8 млрд. долл. США номиналом 1 тыс., 10 тыс. и 100 тыс. долл. США. Таким образом, правительство долги Внешэкономбанка конвертировало в достаточно привлекательный финансовый инструмент и пролонгировало на срок от 1 года до 15 лет. В целом, облигации явились достаточно привлекательным и надежным (правительство своевременно и полностью погасило 1-й транш, выплатило проценты по другим траншам) видом вложения средств. Однако, их курсовая стоимость в период между выплатами процентов подвержена довольно резким колебаниям в силу того, что курс облигаций находится под влиянием политической ситуации в стране, взаимоотношений с МВФ, со странами-кредиторами и дебиторами, а также с общей ситуацией на рынке долговых обязательств развивающихся стран. Что при довольно невысоком уровне ликвидности отнюдь не вдохновляет инвесторов и не способствует устойчивому функционированию вторичного рынка.

Таким образом, до появления краткосрочных облигаций (ГКО) рынок государственных ценных бумаг находился в зачаточном состоянии. Именно эти ценные бумаги дали толчок развитию государственных ценных бумаг. Хотя изначально шла речь всего лишь о выпуске долговых обязательств Центробанка для управления ликвидностью коммерческих банков, на деле облигациям была отведена роль инструмента государственного заимствования, отнюдь не второстепенного.

Номинальная емкость рынка увеличилась более чем в 20 раз по сравнению с 1993 годом и достигла на конец 1994 года 10,5 трлн. рублей, чистое привлечение средств Минфином за счет выпуска облигаций составило 5,7 трлн. рублей, которые покрыли 10% бюджетного дефицита. Однако быстрый рост рынка породил и ряд серьезных проблем. По мере наращивания объема заимствований существенно увеличилась стоимость обслуживания долга в ГКО для Минфина. Среднегодовая номинальная ставка по облигациям выросла с 118,4% до 128,9% годовых, при том что займы на сроки более 3 месяцев обходятся Минфину, как правило, существенно дороже. Ситуация с ценой привлечения средств по ГКО особенно обострилась осенью прошлого года в связи с резкой дестабилизацией всего финансового рынка, ростом кредитных ставок и ускорением инфляции. Начиная с октября 1994 года ставка обслуживания облигационного долга не только догнала стоимость рефинансовых кредитов ЦБ (что произошло впервые за всю историю рынка), но и начала все чаще превосходить ее (см. график 1.2.1.). Переждать общее ухудшение конъюнктуры денежного рынка, сократив текущий объем заимствований, Минфин был не в состоянии под давлением подходящих к погашению ранее размещенных выпусков - пришлось пойти на увеличение доходности по облигациям и, следственно на удорожание стоимости обслуживания облигационного долга.

В этих условиях стали все чаще возникать опасения: не слишком ли сильно раскручивается этот маховик? Насколько обременительными будут нагрузки на бюджет, когда в потребуется выплачивать привлеченные суммы с процентами ? Не будет ли это очередной пирамидой? Позиция Минфина и Центробанка по этим вопросам однозначна: никаких кредитных рисков по рынку ГКО у инвесторов нет, поскольку речь идет о 100-процентно гарантированных бумагах. Для недоверия им пока реальной почвы нет. К тому же в структуре государственного долга ГКО занимают не столь уж значительный удельный вес (см. таблицу 1.2.2. на стр.15), чтобы давать повод для серьезных опасений, да и в планах Минфина на 1995 год размещение вновь эмитируемых ГКО составляет около 38 трлн.рублей против эмиссии казначейских обязательств на сумму 50 трлн.рублей: происходит явная перестановка акцентов в политике. Хотя в 1995 году рынок ГКО по- прежнему будет нести ярко выраженное фискальное бремя. Проблемы, возникшие же на данном этапе носят структурный характер: никакой бюджетный дефицит не может быть преодолен лишь за счет рыночных заимствований. Хотя несомненно перспективы у этих бумаг есть, и нынешняя ситуация вполне преодолима: особенно после введенной практики участия ЦБ на вторичных торгах и возможности доразмещения им же недоразмещенной части выпуска на вторичном рынке. Это лишит аукционы былого значения для эмитента, и даст возможность Минфину навязать свои условия инвесторам. Практически же происходит одалживание средств Центробанком Минфину (сродни кредитной эмиссии), что позволяет последнему диктовать свои условия на аукционах. Надеемся, что такая практика не будет иметь постоянного использования, поскольку чревата уже известными последствиями кредитной эмиссии, а есть лишь временная мера, которая поможет Минфину и ЦБ навязать свою контригру на рынке и вывести эмитента из временного затруднения.

В ближайшее время Минфин, Центробанк и ММВБ готовят серьезные меры по адаптации рынка госбумаг к работе в условиях его дальнейшего расширения. Во-первых, это мероприятия, направленные на региональное развитие рынка, которые включают создание:

- региональных торговых площадок и увеличение количества участников в Москве;

- системы межрегиональных расчетов по госбумагам;

- электронной информационно-аналитической системы для обеспечения участников рынка и регулирующих органов оперативными данными о состоянии рынка;

- программного обеспечения для проведения срочных операций (опционов, фьючерсов, сделок "репо") с ГКО

- специализированной межрегиональной телекоммуникационной сети для обслуживания торгов, депозитария и расчетов по госбумагам.

Помимо этих давно обсуждаемых мероприятий, которые, в принципе носят чисто технический характер, предусматривается серьезная трансформация самого механизма функционирования облигационного рынка. Речь идет о выделении из общего массива дилеров пула market maker`ов (которые будут именоваться первичными дилерами), взявших на себя обязательства по поддержанию своего участия на аукционах и вторичных торгах (в течение каждой недели) не ниже оговариваемого минимума. Кроме того, такие участники рынка будут обязаны поддерживать двустороннюю котировку и соблюдать максимальную величину спрэда цен заявок по каждому выпуску на вторичных торгах. Все остальные участники рынка, согласно предложениям ЦБ, будут урезаны в правах. Для них предполагается установить меньший лимит неконкурентных заявок на аукционе, а на вторичных торгах они не смогут непосредственно влиять на ценовую политику market maker`ов: их заявки будут удовлетворяться сразу (если в торговой системе в данный момент есть соответствующая встречная заявка) либо сниматься.

Хотя проект ЦБ предусматривает право дилера перейти в категорию первичных дилеров в случае соответствия требованиям, предъявляемым для этой категории, совершенно ясно, что в течение некоторого (и весьма продолжительного) времени костяк рынка будет сбит из крупнейших банков, уже сегодня во многом определяющих текущую конъюнктуру рынка облигаций. Кроме того, претворение выдвинутых ЦБ предложений в жизнь заметно повысит ликвидность рынка и существенно подорвет спекулятивный потенциал этого финансового инструмента. Хотя последнее обстоятельство наверняка огорчит многих мелких и средних игроков, именно такое направление эволюции рынка ГКО представляется единственно оправданным: спекулятивные катаклизмы для рынка государственных ценных бумаг противопоказаны.

В продолжение опыта с ГКО в плане успешного финансирования бюджетного дефицита правительство предприняло выпуск казначейских обязательств (КО) с целью погашения государственной задолженности предприятиям-поставщикам по государственным заказам и как средство платежа между предприятиями. Потенциальными владельцами КО могут быть только юридические лица-резиденты. Этот вид обязательств также характеризуется весьма коротким сроком: при общем для всех выпусков сроке обращения - 1 год, средний срок до начала погашения - 4-5 месяцев. Выпуск осуществляется сериями, в безбумажной форме, в виде записей по счетам "депо". Счета "депо" открываются в уполномоченных банках-депозитариях, которые одновременно являются платежными агентами Минфина. Каждый выпуск целиком обслуживается в одном банке-депозитарии, где хранится глобальный сертификат этого выпуска. По состоянию на 11 января 1995 г. Минфином РФ подписаны договоры с 16 уполномоченными банками-депозитариями и платежными агентами. Это Автобанк, АПБ "Интехтрансферт", ИнтерТЭКбанк, Конверсбанк, "Кредит-Москва", Межэкономсбербанк, "Менатеп", Московский Национальный банк, "Национальный кредит", "Нефтепродукт", ОНЭКСИМ-БАНК, Промрадтехбанк, Промстройбанк России, Промстройбанк г.Санкт-Петербурга, Рато-банк, Ресурс-банк. Как средство платежа КО должно пройти процедуру "очищения" – обязательное число индоссаментов. Только после этого, они могут быть предъявлены к погашению или являться предметом купли- продажи на вторичном рынке, использоваться в качестве залога с регистрацией факта залога в депозитарии. "Неочищенные" обязательства погашаются только по истечении срока обращения. Кроме того, что КО являются финансовым инструментом и средством расчетов, они могут выступать в форме налогового освобождения (по всем видам налогов, поступающих в федеральный бюджет). Для обмена на налоговые освобождения, как и для погашения КО предъявляются в уполномоченные банки с последующим погашением в Минфине РФ по мере поступления от предприятий.

Размещение началось с августа прошлого года, и на сегодняшний день выпущен 131 выпуск на общую сумму 7,9 трлн. рублей по номиналу. Преимуществом КО для эмитента является фиксируемая им самим и существенно более низкая по сравнению с ГКО стоимость обслуживания этих обязательств - 40 % годовых. Для инвестора эти бумаги представляют несомненный интерес в связи с тем, что возможно использование их и как средства платежа, и как налогового освобождения и как собственно объект вложений дают немалую доходность в пределах 280% годовых.

Выгоды очевидны: КО приобретаются на рынке с дисконтом, а используются в дальнейшем по более высокой цене (по номиналу в случае расчетов с поставщиками, по текущему курсу, превышающему номинал на величину накопленного процента, при получении налоговых освобождений и по сложившемуся рыночному курсу при реализации на вторичном рынке, обычно превышающему цену приобретения).

Исправное проведение Минфином погашения КО несомненно повлечет за собой заметное оживление вторичного рынка КО. Со стороны первых держателей предложение КО, гарантии погашения которых сейчас подтверждены, будет сужено. С другой стороны, возрастет спрос со стороны предприятий, банков и финансовых посредников. Что, в первую очередь, обеспечит рост котировок, далее станет возможно проведение эффективных краткосрочных операций, что повысит ликвидность рынка КО. Первые крупные погашения выявили также любопытную деталь: примерно 50% обязательств были погашены как налоговые освобождения. Несомненно подобная практика будет только расширяться.

Единственной проблемой, существенно сдерживающей обращение этих бумаг, является отсутствие единого депозитария. Различия в технологии работы банков-депозитариев, затруднения, возникающие при открытии счетов-депо в депозитариях, при получении выписок со счетов-депо и другой необходимой информации от уполномоченных банков тормозят развитие вторичного рынка. К тому же сочетание в одном банке депозитария, агента и покупателя влечет за собой возможность использования конфиденциальной информации не по назначению. В связи с этим федеральное казначейство намерено в 1995 году создать у себя единый депозитарий для казначейских обязательств, а банки будут выступать только платежными агентами казначейства.

Безусловно, что рынок КО ждет большое будущее. Бумага весьма сложная по своей природе, и поэтому чрезвычайно интересная. Направления развития пока только очерчены, остается надеется, что и как средство платежа, и как объект вложения КО проявят себя на полную мощь.

Согласно распространенным Минфином данным, государственный внутренний долг России составил без учета внутреннего валютного долга на 1 января 1995 года 88,4 трлн. рублей. Перспективы планируемого форсированного роста государственных заимствований на финансовом рынке, а именно они, по планам Правительства, должны закрыть бюджетную брешь в наступившем году, заставляют обратить внимание на ситуацию с государственным долгом.

Для этого стоит проанализировать динамику и изменения в структуре внутреннего долга в минувшем году. Общая сумма долга возросла за 1994 год в 5,1 раза, а в совокупности с неучтенной валютной частью долга (имеются в виду перешедшие от ВЭБ СССР обязательства перед физическими и юридическими лицами), то оценка его общего размера возрастет до 27,2 трлн. руб. на начало 1994 года и до 115,1 трлн. руб. на 1 января 1995 года. При этом доля обязательств б. СССР в суммарной величине долга составит 50,3% (13,7 трлн.руб.) на начало прошлого года и 26,2% (30,2 трлн.руб.) на начало нынешнего. Хотя валютная часть долга в минувшем году несколько сократилась (порядка 5%) в долларовом выражении (погашены задолженность ВЭБ перед физическими лицами и первый транш валютных облигаций), в рублевой оценке (по текущему курсу) она выросла в 2,7 раза. Таким образом, суммарный государственный внутренний долг России увеличился за год в 4,2 раза; доля внутреннего долга (в сумме его рублевой и валютной частей) в ВВП возросла за год с 16,7% до порядка 19- 19,2%, в т.ч. рублевой части долга с 10,6% до 14,7-15%.

Доминирующей статьей внутреннего долга (более половины суммарного долга и свыше 2/3 его рублевой части) остается задолженность Правительства Центробанку по кредитам на покрытие бюджетного дефицита, привлекаемым под символическую ставку в 10% годовых. Однако по темпам роста за год лидировала задолженность, оформленная в рыночные долговые инструменты, прежде всего ГКО и КО, на которые приходится в настоящее время 18,6% внутреннего рублевого долга.

В планах Минфина на ближайшее будущее эмиссия казначейских обязательств - среднесрочных заимствований у населения. На триллион рублей будет выпущено бумаг, обеспеченных золотом. Кроме того, говорят о возможности выпуска внутреннего валютного займа, причем доходность будет в валюте, а номинал рублевый. Таким образом, позиция правительства на этот момент ясна. Насколько оправданно делать упор в борьбе с бюджетным дефицитом на рыночные инструменты заимствования покажет время.

## 3.3. Рынок государственных краткосрочных облигаций.

В мае 1992 года в Москву прибыла делегация американских банкиров во главе с президентом Федерального резервного банка Нью-Йорка Дж. Карриганом с целью предложить свой опыт для совершенствования российской банковской системы и создать для этой цели координационный "Российско-американский банковский форум". В рамках Форума, учрежденного в июне, были сформированы три совместные рабочие группы, одна из которых ставила своей целью разработку и реализацию "демонстрационного" проекта по выпуску в России краткосрочных государственных ценных бумаг. Уже в июне 1992 года американские члены рабочей группы после изучения состояния российского фондового рынка подготовили развернутые предложения по концепции и технике выпуска и обращения краткосрочных долговых обязательств. Российские участники рабочей группы начали проработку концептуальных и нормативных документов с учетом предложения американских коллег. Первоначально по причине неготовности правительства предполагалось, что в рамках проекта будут выпущены долговые обязательства Банка России.

В мае 1992 года в Банке России было создано Управление ценных бумаг, включающее среди прочих Отдел размещения и обслуживания государственных займов (для проведения аукционов и первичного размещения гособлигаций), Отдел вторичного рынка (для осуществления операций на "открытом рынке"), Отдел расчетов ("бэк-офис" для оформления расчетных документов, ведения учета и отчетности по операциям).

В июне 1992 года Банк России провел на конкурсной основе опрос профессиональных участников рынка ценных бумаг в Москве относительно того, какой из существовавших в то время бирж можно поручить создание и поддержание технологической части рынка - торговой, расчетной и депозитарной системы. Из 4-х московских бирж, представивших свои проекты на конкурс и ставших объектом конкурсного отбора (Московская международная фондовая биржа- ММФБ, Московская центральная фондовая биржа - МЦФБ, Московская межбанковская валютная биржа - ММВБ, Российская международная валютно-фондовая биржа - РМВФБ), наибольшую поддержку получили ММВБ. Именно ей Банк России по итогам конкурса предложил прорабатывать технологическую сторону проекта, взяв на себя роль технического организатора рынка.

В июне 1992 года Управление ценных бумаг ЦБ РФ провело предварительный отбор дилеров - организаций, которые с одной стороны желали, а с другой были способны взять на себя посредничество между Банком России и широкими слоями инвесторов при проведении операций с государственными облигациями. Ими стали 24 московских банка и брокерские фирмы ( Инкомбанк, Промстройбанк, Мосбизнесбанк, Россельхозбанк, банк "Эффекткредит", банк "Единство", Межкомбанк, Диалогбанк, Международный московский банк, Токобанк, Сбербанк России, Кредитпромбанк, Мостбанк, Тэпкобанк, АвтоВАЗбанк, банк "Санкт- Петербург", Нефтехимбанк, Конверсбанк, Уникомбанк, банк "Восток-Запад", "Брок-Инвест-Сервис", "Церих", Российский брокерский дом, Международная финансовая компания).

В августе 1992 года Банк России принял предварительное решение о возможности выпуска собственных краткосрочных ценных бумаг в рамках "демонстрационного" проекта на сумму до 3 млрд. рублей с перспективой их замены на правительственные ценные бумаги по мере созревания политических и экономических условий.

В сентябре-декабре 1992 года Управление ценных бумаг ЦБ РФ в тесном сотрудничестве с Фондовым отделом ММВБ, который в ноябре 1992 года получил лицензию Минфина РФ на право биржевой деятельности на рынке ценных бумаг, разработало проекты инструктивных материалов по проекту. В то же время Министерство финансов РФ приняло общее политическое решение о выпуске собственных краткосрочных долговых обязательств. Банк России переориентировал проект на эти финансовые инструменты, отказавшись от выпуска собственных ценных бумаг. В декабре 1992 года после согласования с Банком России Минфин РФ утвердил "Основные условия выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций".

В январе-феврале 1993 года проект эмиссии государственных краткосрочных облигаций получил нормативную основу. Совет министров - Правительство РФ принял постановление N 107 от 8.02.93. "О выпуске государственных краткосрочных облигаций", в котором одобрялись "Основные условия выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций Российской Федерации". В феврале Верховный Совет РФ санкционировал Правительству РФ в 1993 году выпуск краткосрочных государственных облигаций на общую сумму до 650 млрд. рублей (постановление N 4526-1 от 19.02.93г.).

В январе 1993 года ММВБ совместно с Финансовой академией при правительстве РФ провели научно-практическую конференцию, посвященную началу проекта. Одновременно Банк России подготовил маркетинговую программу по выпуску ГКО, приступив к составлению окончательных версий проектов операционных документов.

В январе-марте 1993 года ММВБ завершила подготовку торгового зала, в котором была развернута локальная вычислительная сеть, позволяющая проводить операции с облигациями 26 дилерам. Было также успешно проведено тестирование торгово-депозитарной системы, программное обеспечение для которой разработал по заказу биржи А/О "Програмбанк". Началось обучение трейдеров (уполномоченных сотрудников банков – будущих официальных дилеров Банка России) правилам работы с электронной торговой системой ММВБ.

В апреле Банк России принял решение о заключении договоров с рядом банков и финансовых компаний о выполнении функций дилеров на рынке государственных краткосрочных облигаций. После этого были оформлены договорные отношения между ММВБ и официальными дилерами, а также Банком России и ММВБ.

18 мая 1993 года на Московской межбанковской валютной бирже состоялся первый аукцион по размещению государственных краткосрочных бескупонных облигаций Российской Федерации, который стал логическим завершением многомесячной кропотливой работы над проектом эмиссии гособлигаций. Значимость реализации этого проекта Заместитель Председателя Банка России Д. В. Тулин сравнил с запуском первой ракеты в космос.

**Основные параметры и условия выпуска ГКО.**

Инструмент - государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО), которые эмитируются Минфином РФ на срок 3,6 месяцев и 1 год. Банк России гарантирует своевременность погашения выпущенных облигаций. Номинальная стоимость одной облигации - 100 тыс. и 1 млн рублей. Инвесторы приобретают их на аукционе со скидкой (дисконтом) к номиналу. Погашение осуществляется в безналичной форме путем перевода номинальной стоимости ГКО их владельцам на момент погашения. Доход, образующийся как разница между ценой приобретения и погашения (продажи), налогом не облагается. Владельцами ГКО могут быть юридические и физические лица, включая нерезидентов (допущены с февраля 1994 года в пределах 10 % от номинального объема выпуска на аукционе). Выпуски облигаций осуществляются в безбумажной форме - в виде записей по счетам их владельцев. Каждый выпуск оформляется глобальным сертификатом, хранящимся в Банке России. Право собственности на ГКО возникает с момента регистрации их владельца в книгах Банка России или Дилера. Учет и контроль перемещения бумаг и регистрация их владельцев осуществляются в специальных учреждениях - депозитариях. Каждому выпуску облигаций присваивается государственный регистрационный номер, состоящий из девяти значащих разрядов. Первый разряд – цифра "2" указывает на вид ценной бумаги - долговое обязательство. Второй разряд указывает на тип ценной бумаги : "1" - для трехмесячных облигаций,"2" - для шестимесячных облигаций, "3" - для двенадцатимесячных облигаций. Третий, четвертый и пятый разряды - указывают порядковый номер выпуска данного типа. Шестой, седьмой и восьмой разряды - буквы"RMF"("Russian Ministry of Finance") - указывают на эмитента. Девятый разряд - буква "S"("State") - свидетельствует о том, что ценная бумага является государственной.

Первичный рынок - регулярная продажа облигаций новых выпусков на аукционах на основании заявок покупателей, в которых указываются желательные для них цены приобретения. Заявки официальных дилеров собираются Банком России через торговую систему ММВБ, ранжируются в порядке убывания заявленных цен и предоставляются в Минфин РФ. который определяет минимальную цену аукциона (цену отсечения). Заявки с ценами, равными или превышающими цену отсечения, удовлетворяются по указанным в них ценам, а остальные - не удовлетворяются. При этом, если в результате размещения выпуска инвесторами будет куплено менее 20 %

всех облигаций, выпуск будет объявлен несостоявшимся. В 1993 году преобладала практика ежемесячных аукционов, к концу 1994 года - началу 1995 года постепенно сформировался следующий график аукционов:

- первая-третья среды месяца - выпуск 3-х месячных облигаций;

- вторая среда - выпуск 6-ти месячных облигаций;

- четвертая среда - выпуск годичных облигаций.

День погашения по одному выпуску обычно совпадает с днем проведения аукциона по очередному выпуску. Это дает возможность владельцу погашаемых облигаций реинвестировать свои средства в новый выпуск.

Вторичный рынок - торговые сессии с использованием электронной торговой системы ММВБ (с июня 1994 года проводятся ежедневно, кроме выходных дней, с 11.00 до 13.00). На первом этапе рабочие места участников оборудованы в рамках единой компьютерной сети в торговом зале. В дальнейшем, предполагается вынесение рабочих мест в офисы участников с их подключением через каналы связи к Торговой системе и образование региональных торговых площадок. Сделки купли-продажи внеторговой системы не разрешаются.

Основные участники рынка ГКО :

- Министерство финансов, как эмитент ГКО;

- Банк России, как генеральный агент по обслуживанию выпусков ГКО и участник торгов;

- ММВБ, выполняющая функции Депозитария, Расчетной и Торговой систем в соответствии с Договором на выполнение функций Депозитария, Расчетной и Торговой систем, заключенного между ММВБ и Банком России;

- участники торгов - Дилеры (юридические лица, имеющие право на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, заключившие с ЦБ РФ Договор о выполнении функций Дилера на рынке ГКО, а также с ММВБ Договора об участии в Расчетной, Депозитарной и Торговой системах;

- Инвесторы (любые юридические и физические лица, а также нерезиденты).

Все операции по купле-продаже ГКО осуществляются только через Дилеров, т.е. любое лицо, желающее приобрести облигации, должно сначала найти себе Дилера и заключить с ним Договор о сотрудничестве на рынке ГКО .

Основные принципы клиринга и расчетов. Расчеты по сделкам производятся в день торгов через электронную расчетную систему ММВБ с применением многостороннего клиринга по итогам торговых сессий, а также поставкой облигаций против денежного платежа. Для участия в торговой сессии Дилер открывает в Расчетной Палате ММВБ помимо основного расчетного счета субсчет, предназначенный непосредственно для торговли облигациями.

## 3.4. Структура рынка ГКО.

В отличие от стихийно сложившихся (в большей части своей внебиржевых) рынков корпоративных акций и облигаций , а также рынка свободных денежных ресурсов рынок государственных ценных бумаг был достаточно жестко регламентирован с момента выпуска облигаций " 30 - летнего займа ". При появлении ГКО регулирование ужесточается, поскольку в сферу посреднических операций с государственными облигациями вовлекаются негосударственные структуры. Взаимоотношения возникающие между участниками рынка ГКО, регламентируются "Основными условиями выпуска государственных краткосрочных бескупонных облигаций" утвержденных Постановлением Правительства РФ от 8.02.93 г. N 107 и "Положением об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций". Схематично организационная структура рынка ГКО представлена на схеме.

**Организационная структура рынка ГКО.**

ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК МИНИСТЕРСТВО ФИНАНСОВ

РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

организаторы рынка

ТОРГОВАЯ ДЕПОЗИТАРИЙ РАСЧЕТНАЯ

СИСТЕМА СИСТЕМА

организации обеспечивающие функционирование рынка

ЦБ РФ ДИЛЕР N1 ДИЛЕР N2 ..... ... ДИЛЕР N59

участники рынка

инвестор инвестор ......... инвестор инвестор

участники рынка

На схеме отчетливо выделяются три сектора:

1. Организаторы рынка, куда входят Министерство Финансов и Банк России, - те, кто определяет "правила игры" и состав участников;

2. Организации, осуществляющие организационно-техническое обеспечение рынка, включая заключение сделок и расчеты по ним;

3. Собственно участники рынка, т.е. те, кто непосредственно будет являться владельцами облигаций, и те, кто выступает в роли посредников, без которых не может нормально функционировать ни один рынок.

Каждый из этих секторов выполняет свои функции. Четкое их разделение - одна из основных предпосылок взаимного доверия всех участвующих сторон, и, следовательно, быстрого развития рынка.

Основные параметры и условия выпусков ГКО определяет Министерство финансов Российской Федерации. Центральный Банк Российской Федерации в соответствии с Положением "Об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций" от 6 мая 1993 г. за N 02-78 и "Временным порядком проведения Банком России операций на рынке государственных краткосрочных бескупонных облигаций в г.Москве, осуществления расчетов и учета по ним", выполняет функции, которые условно можно разделить на три категории:

1. Агента Министерства финансов Российской Федерации по обслуживанию выпусков облигаций: устанавливает требования к Торговой системе, Расчетной системе, Депозитарию и субдепозитариям; заключает договоры с организациями на выполнение соответствующих систем; устанавливает требования к Дилерам, а также критерии отбора Дилеров и их количественный состав; заключает договоры с организациями на выполнение функций Дилеров; устанавливает правила проведения и проводит аукцион по продаже облигаций на первичном рынке; хранит глобальные сертификаты о каждом выпуске, присваивая каждому выпуску государственный регистрационный номер; осуществляет на условиях, согласованных с Министерством финансов РФ, дополнительную продажу на вторичном рынке не проданных на аукционе облигаций в течении срока их обращения; осуществляет погашение облигаций по поручению Министерства Финансов Российской Федерации в день погашения.

2. Официального Дилера: осуществляет торговлю облигациями на вторичном рынке путем выставления во время торгов заявок на покупку и продажу облигаций; осуществляет сбор заявок инвесторов на покупку или продажу облигаций на первичном и вторичном рынках, исполняет эти заявки через Торговую систему.

3. Контролирующего органа: осуществляет контроль за размещением и обращением облигаций; получает информацию о ходе торгов облигациями, имеющуюся в Торговой системе, об остатках на счетах "депо" дилеров в Депозитарии, о движении средств по счетам в Торговой системе; получает информацию о состоянии счетов " депо " в субдепозитарии каждого дилера; приостанавливает операции любого дилера с облигациями, имеющуюся в Торговой системе, об остатках на счетах " депо " дилеров в депозитарии, о движении средств по счетам в Торговой системе.

К организациям обеспечивающим последовательность стадий "сделка - расчет - поставка ценных бумаг" относятся:

1. Депозитарий;

2. Расчетная система;

3. Торговая система.

ГКО - это именные ценные бумаги, выпуски которых осуществляются в "безбумажной" форме. В связи с этим необходим механизм, обеспечивающий учет облигаций и их владельцев. Таким механизмом является двухуровневая система депозитарного учета, состоящая из центрального депозитария и сети субдепозитариев. Депозитарий - это организация (банк, клиринговая палата, биржа, инвестиционный институт), уполномоченная на основании договора с Банком России обеспечивать учет облигаций по счетам "депо" дилеров и перевод облигаций по счетам "депо" по сделкам купли- продажи, заключаемым дилерами. Депозитарию запрещено выступать в роли покупателя, продавца или посредника на рынке облигаций.

В центральном депозитарии открываются счета только зарегистрированным дилерам. Однако облигации, принадлежащие самому дилеру, и облигации, принадлежащие его клиентам, учитываются раздельно. Поэтому вводится два типа счетов: счет "А" (дилерский) и счет "В" (клиентский)- отдельно по каждому виду облигаций, с тем чтобы не допустить рискованной игры дилеров за счет облигаций, принадлежащих их клиентам. Например, со счета "В" можно продавать облигации только по поучению того клиента, которому они принадлежат.

Каждый дилер обязан также вести внутренний лицевой учет облигаций, приобретенных им за свой счет или по поручению клиентов. Это достигается с помощью субдепозитария, ведение которого входит в перечень обязательных функций каждого дилера. Такая двухуровневая система "депозитарий - субдепозитарий" необходима для того, чтобы в любой момент от начала выпуска до его погашения был известен полный перечень владельцев облигаций, что, в свою очередь, надежно защищает рынок от различного рода злоупотреблений.

Модификация счетов в депозитарии (списание/зачисление) осуществляется на основании специального платежного документа – поручения "депо", - который построен аналогично обычному платежному поручению. Поручения "депо" формируются только по итогам проведенных торгов и определяют, с какого и на какой счет должно быть перечислено необходимое количество проданных облигаций с учетом встречных поставок.

Существует лишь одно исключение из этого правила. В случае, если один и тот же владелец облигаций заключил договоры на обслуживание одновременно более чем с одним дилером, он имеет право перечислить облигации со своего счета у одного дилера без совершения сделки.

И, наконец, для последующего понимания принципов работы торговой системы хотелось бы отметить наличие на счету каждого дилера в депозитарии специального "торгового субсчета", предназначенного для резервирования того количества облигаций, с которыми конкретный дилер намерен осуществлять операции по их продаже в данный торговый день.

**Расчетная система**

Неотъемлемой частью совершаемых сделок с облигациями является проведение денежных расчетов по приобретенным облигациям. Высокую надежность и оперативность таких расчетов обеспечивает специально выделенная организация - расчетная система.

Расчетной системой называется организация, имеющая право на ведение расчетных операций и уполномоченная обеспечивать денежные взаиморасчеты по облигациям. В качестве расчетной системы могут выступать банк, клиринговая палата, биржа или расчетная палата. Расчетной системе запрещено выступать в роли покупателя, продавца или посредника на рынке облигаций. Каждый зарегистрированный дилер обязан открыть счет в расчетной системе, через который он будет осуществлять платежи по совершаемым сделкам. Денежные средства зачисляются на этот счет и списываются с этого счета через счет системы в РКЦ. При этом расчеты по сделкам с облигациями между дилерами осуществляются в течение одного дня, а расчеты дилеров с другими организациями - в обычном порядке.

В зависимости от того, имеет дилер банковскую лицензию или нет, ему в расчетной системе открывается либо корреспондентский, либо специальный счет с правом его использования только для расчетов по облигациям.

Все участники расчетной системы могут иметь расположенные в их офисе рабочие места, специально оборудованные электронной техникой, через которую они могут передавать платежные поручения в систему и получать всю отчетную документацию. Точно так же, как и в депозитарии, в расчетной системе на счетах дилеров выделены специальные "торговые субсчета", предназначенные для резервирования денежных средств, необходимых дилерам для оплаты облигаций, купленных в течение данного торгового дня.

**Торговая система**

Обращение облигаций на вторичном рынке осуществляется только в форме совершения сделок купли - продажи через Торговую систему. Торговая система - это организация (биржа, инвестиционный институт), уполномоченная на основании договора с Банком России и двухсторонних договоров с дилерами обеспечивать процедуру заключения сделок купли - продажи облигаций путем предоставления технических средств. Торговая система также не имеет право становиться дилером или инвестором на рынке облигаций.

Следует отметить, что заключение сделок помимо торговой системы запрещено. Более того, никаким иным способом, кроме как через сделку купля - продажа, облигация не может перейти от одного владельца к другому.

Каждый дилер в торговом зале имеет автоматизированное рабочее место, через которое он осуществляет ввод заявок на продажу или покупку облигаций, а также другие операции, необходимые по регламенту. Условия проведения торгов разработаны таким образом, чтобы исключить все причины, ставящие в неравноправное положение дилеров, в том числе и Банк России:

1. перед началом торговой сессии Торговая система должна обобщить информацию по каждому дилеру из Депозитария и Расчетной системы о состоянии "торговых субсчетов", с тем чтобы в дальнейшем определять степень обеспеченности денежными средствами и облигациями заявок (на покупку или продажу), которые подаются дилером;

2. дилеры вводят в торговую систему разовые заявки на покупку или продажу облигаций, с указанием цены, количества облигаций и своего кода;

3. при поступлении заявок от дилера на покупку или продажу облигаций Торговая система должна либо уменьшить величину денежных средств (покупка), либо уменьшить количество облигаций (продажа), которые могут служить обеспечением следующих заявок.

Подаваемые дилерами заявки воспринимаются системой как предложение продать или купить некоторое количество облигаций по определенной цене. Заявки могут быть сняты в любой момент по команде дилера.

Удовлетворяются заявки (заключаются сделки) в случае, если ценовые условия каких либо двух встречных заявок позволяют это сделать.

1. заявки удовлетворяются в зависимости от цены и времени подачи, размер заявки на ее приоритет не влияет;

2. независимо от времени подачи, заявка, имеющая более выгодную цену, удовлетворяется раньше, чем заявка с менее выгодной ценой;

3. при равенстве цен, заявка, поданная раньше, удовлетворяется раньше, чем заявка, поданная позже;

4. сделка заключается всегда по цене заявки, находящейся в очереди первой;

5. любая заявка дилера может быть снята самим дилером, если она к этому моменту не исполнена;

По завершении торгового дня подсчитываются взаимные обязательства дилеров в соответствии с совершенными сделками по денежным средствам и по облигациям, т.е. осуществляется клиринг. По итоговым обязательствам дилеров формируются поручения в депозитарий и расчетную систему на осуществлении зачислений/списаний по их счетам.

При возникновении разногласий или споров по совершенным сделкам или по расчетам, связанным с ними, действует правило, гарантирующее целостность рынка в любом случае, т.е. по сделкам, зафиксированным системой, безусловно проводятся расчеты и лишь после этого принимаются претензии по ним. В случае обнаружения любых несоответствий согласно установленной процедуре формируется специальный протокол об осуществлении перерасчета как основание для урегулирования споров, возникших по итогам торгов.

## 3.5. Участники рынка

Собственно всех участников рынка ГКО согласно "Положения о..." можно разделить на две категории это:

дилеры

инвесторы

Дилер - это любое юридическое лицо, являющееся инвестиционным институтом (профессиональным участником рынка ценных бумаг) в соответствии с действующим законодательством, и заключившее договор с Банком России на выполнение функций по обслуживанию операций с облигациями.

С самого начала рынок ГКО должен был стать строго организован, и поэтому основная масса официальных дилеров представляет из себя банки. Почему банки? Во-первых со стороны ЦБ РФ установлены достаточно жесткие требования контроля за банками, которые в последнее время все более ужесточяются, поэтому банки представляли из себя наиболее организованных профессиональных участников рынка ценных бумаг. Во-вторых организаторы предполагали, что на первом этапе, на рынке, ГКО, будут работать именно банки, располагающие достаточным количеством временно - свободных денежных средств. Именно банки должны были "раскрутить" рынок ГКО. Об этом свидетельствует диаграмма N\_\_\_ и список дилеров, которые были одними из первых. Дилер может заключать сделки с облигациями от своего имени и за свой счет.

Дилер может выполнять функции финансового брокера при заключении сделок с облигациями от своего имени, за счет и по поручению инвестора.

Какие возможности дает статус официального дилера:

1. Услуги на коммерческих началах инвесторам, не являющимися дилерами по покупке - продаже облигаций, обеспечение их достоверной аналитической информацией относительно конъюнктуры рынка;

2. Оперативный доступ к торговым, депозитарным и прочим активам, благодаря которым дилеры выигрывают как минимум 1 день на операциях;

3. Аккумуляция перед торгами для перечисления на биржу средств клиентов на короткие промежутки времени;

4. Вложение средств, аккумулированных банком, в практически безрисковый доходный финансовый инструмент (с разумной поправкой на результаты погашения первого выпуска).

Важную роль играют также:

1. Высокая ликвидность операций с государственными именными краткосрочными бескупонными облигациями с учетом прямого доступа к торговой системе;

2. Политический имидж входящего в авангардную группу банков, утвержденного ЦБ РФ в качестве официального дилера (что неформально означает признание хорошей работы банка в целом с точки зрения Центрального банка);

3. Несмотря на то, что в заявках, которые подают дилеры при участии на вторичных торгах или аукционе, первыми идут ценовые условия (предложение) инвесторов, что в какой-то мере ставит дилера в неравноправное положение (ситуация когда цена дилера и инвестора равна, но первым удовлетворяется предложение инвестора) дилеру очень выгодно иметь большинство клиентов, т.к. во-первых денежные средства перед тем как попасть на биржу, проходят через счет дилера, что при постоянных операциях превращается в очень дешевые "короткие деньги", во-вторых

дилер может направлять интересы инвесторов в необходимое ему русло (большая доля рынка дает ему возможность "формировать рынок"), в-третьих дилеру наиболее выгодно привлекать не своих собственных клиентов-юридических и физических лиц, а клиентов других банков, не являющихся дилерами. Обратное действие вызывает отток ресурсов банка и сильно "подстегивает" цену, которую он вынужден будет платить по своим ресурсам вследствие конкуренции между депозитами и облигациями.

С развитием рынка ГКО, количество дилеров постоянно увеличивается. Среди крупнейших банков-дилеров , есть банки имеющие очень разветвленную филиальную сеть, именно эти банки должны в какой-то мере компенсировать один из основных недостатков рынка ГКО, его привязанность к одной торговой площадке (ММВБ г.Москва). Также подвергается структурному изменению и уже существующий состав официальных дилеров, а именно , по словам высокопоставленных чиновников ЦБ РФ в скором времени будет введено понятие - первичный дилер, который помимо определенных обязательств (установление минимальной суммы выставляемой на аукцион, и определенной суммы для операций на вторичном рынке), будет иметь и ряд существенных преимуществ.

Инвестором является любое юридическое или физическое лицо, не являющееся дилером, приобретающее облигации на правах собственности или полного хозяйственного ведения и имеющее право в соответствии с действующим законодательством, условиями и параметрами выпуска на владение облигациями. Для реализации этого права инвестор обязан заключить с дилером договор на обслуживание. Этот договор определяет порядок приобретения, владения и продажи инвестором облигаций, а также права, обязанности и ответственность сторон при выполнении этих операций. В приложении N\_\_ приведена примерная форма договора о сотрудничестве, который используется при работе Иркутским Сбербанком с клиентами. Если говорить о эффективности операций на рынке ГКО для дилера и инвестора, то инвесторам в целом операции с гособлигациями менее выгодны, нежели банкам-дилерам. Большое влияние на привлекательность этих финансовых инструментов оказывает относительное снижение доходности вследствие увеличения сроков перевода средств (например, средства на покупку облигаций должны аккумулироваться сначала в банке-дилере, а затем перечисляться на Московскую Межбанковскую валютную биржу для участия в торгах). Кроме того, клиенту достаточно сложно предвидеть котировки на следующие торги без помощи дилера, за услуги дилера по покупке-продаже облигаций клиент уплачивает комиссионные, которые в совокупности с налогом на операции с ценными бумагами и комиссионными бирже могут составить значительную сумму и сделать невыгодным очень краткосрочное вложение средств.

В общем случае интересы инвесторов можно выразить так:

вложение временно свободных средств в очень краткосрочные ценные бумаги, погашение которых гарантировано Центральным банком;

активное использование купленных облигаций в качестве обеспечения кредита. Залог в форме государственных долговых обязательств может быть признан самым высококачественным видом.

## 3.6. Порядок осуществления операций с ГКО Сбербанком России

Схема взаимодействия между Сбербанком России и территориальными банками Сбербанка России (СБРФ) определяется тем, что все подразделения Сберегательного банка РФ являются единым юридическим лицом. Исходя из данного факта, любое подразделение СБРФ является официальным представителем Сбербанка России как дилера на рынке ГКО.

Первый уровень - СБРФ, как официальный дилер на ММВБ, являющийся субдепозитарием первого уровня, держит и ведет лицевые счета территориальных банков СБРФ и клиентов СБРФ (юридических и физических лиц), заключивших договор непосредственно с СБРФ.

Территориальные банки СБРФ имеют статус субдепозитария второго уровня и соответственно своему статусу держат и ведут лицевые счета своих отделений и клиентов, с которыми непосредственно заключают договора и действуют в их рамках.

Каждый субдепозитарий второго уровня при формировании заявок на куплю-продажу ГКО составляет суммарную Инвестиционную заявку по отделениям и направляет ее в СБРФ. Заявки клиентов террбанки отправляют обособленно, каждую отдельно в адрес СБРФ. Заявки на аукцион как собственные, так и клиентские должны быть отправлены до 14-00 по московскому времени дня, предшествующего дню аукциона, заявки на вторичные торги - до 9-30 по московскому времени дня торгов. При получении заявки Управлением ценных бумаг СБРФ и поступлении денежных средств на ММВБ СБРФ совершает сделку и по факту совершения сделки производит списание в субдепозитарии первого уровня денежных средств с лицевого счета территориального банка против зачисления на его счет ценных бумаг ГКО. Выписка со счета территориального банка после совершения соответствующих сделке записей по оговоренным заранее каналам связи направляется в его адрес. Террбанк на основании поступившей информации о состоянии своего счета в субдепозитарии первого уровня производит в субдепозитарии второго уровня записи по счетам своих отделений в соответствии с аккумулированными заявками и отчитывается перед ними выписками по их счетам.

В случае погашения принадлежащих террбанкам ГКО, он должен выслать распоряжение либо на возврат выручки от погашения, либо на инвестирование вырученных средств в следующий выпуск. Если распоряжения на перечисление денежных средств или очередного инвестирования не поступило, СБРФ производит их зачисление на счет террбанка в субдепозитарии.

Информационное взаимодействие между субдепозитариями осуществляется на основе документооборота. Документом, подтверждающим намерение клиента купить-продать ГКО, является заявка-заказ (приложение N ). Документом, подтверждающим совершение записей по счетам в соответствии с выполненной операцией на бирже, является выписка по счету (приложение N\_). Все документы должны быть подписаны уполномоченными на то лицами, которые должны иметь надлежащим образом оформленную доверенность (приложение N\_). Документооборот осуществляется по электронной почте "ТЭКОС", при этом дублирование осуществляется по факсимильной связи. Оригиналы заявок и выписок по счету передаются почтой.

Территориальные банки осуществляет взаимодействие со своими клиентами на основе двухсторонних договоров, при этом самостоятельно определяя размер минимальной суммы, принимаемой от клиента для инвестиций в ГКО, размер комиссионного вознаграждения за выполнение операций, форму договора. Основанием для открытия счета клиенту является договор, оформленный надлежащим образом (приложение N\_). Каждый субдепозитарий ведет картотеку лицевых счетов клиентов. Управление ценных бумаг СБРФ осуществляет дублирование ведения лицевых счетов клиентов.

Основным принципом движения денежных средств в рамках выполнения операций по ГКО является требование Центробанка об осуществлении платежей только через счет официального дилера. Таким образом, все платежи должны проходить через счет Сберегательного банка России.

Зачисление денежных средств клиента на его счет в субдепозитарии первого уровня производится при поступлении их на корреспондентский счет Сбербанка РФ в ММВБ. Контроль поступления средств производится из помещения Сбербанка РФ с помощью системы электронных межбанковских расчетов по модемной связи.

Списание денежных средств клиента с его счета в субдепозитарии первого уровня осуществляется либо против зачисления ГКО на его счет при покупке облигаций, либо по распоряжению клиента в виде выручки от продажи ГКО или остатков на счете. При покупке ГКО списание сумм налога на операции с ценными бумагами, комиссионных бирже и, в необходимых случаях, вознаграждения в пользу Сберегательного банка производится в безакцептном порядке. При продаже ГКО порядок списания сумм комиссионных бирже и вознаграждения в пользу Сберегательного банка тот же.

В соответствии с правилами торговли ГКО на ММВБ каждый дилер управляет средствами на торговом и корреспондентском счетах с помощью Системы электронных межбанковских расчетов (СЭМР). Рабочее место СБРФ с СЭМР располагается в Управлении ценных бумаг СБРФ. По договору с фирмой "Программбанк" СБРФ ежемесячно рассчитывается за эксплуатацию СЭМР по счетам представляемым фирмой. В целях возмещения издержек по эксплуатации СЭМР территориальные банки при обслуживании клиентов 50% вознаграждения, полученного по операциям с ГКО в пользу клиентов передают в адрес Сбербанка РФ. При этом Сбербанк РФ взимает с территориальных банков за осуществление операций с ГКО в их пользу вознаграждение в размере 0,05% от суммы совершенной сделки.

# ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Не существует какого-либо одного, определенного пути, по которому следовало бы идти, разрабатывая рыночную финансовую систему. Опыт показывает, что успешные элементы структурной экономической реформы не могут быть не связаны с традициями, обычаями, культурой и историей страны, проводящей реформу. Хотя основные принципы могут служить указателями вдоль дороги реформы, успех любых попыток преобразования в конце концов будет измеряться тем, могут ил они работать и создавать доверие в тех конкретных условиях, в которых они применяются.

# Список используемой литературы.

1. Перламутров В.Л., Липец Ю.Г. " Азбука биржевой деятельности» Финансы N 2 1992г. Москва. Финансы и статистика. 1992г.
2. Алексеев М.Ю. «Рынок ценных бумаг и его участники» Бухгалтерский учет N 2 1992г. Москва. Финансы и статистика. 1992г.
3. М.Астахов «Рынок ценных бумаг и его участники» Москва 1996г.
4. Наталья Семилютина «Некоторые виды ценных бумаг в мировой практике и в РФ» Финансовая газета N 22 1993г. Москва 1993г.
5. В.И.Колесников «Банковское дело», Москва 1995г.
6. «Гражданский кодекс РФ», Москва 1995г.

7. А.Амбрамцумов, Ф.Стерликов «1000 терминов рыночной экономики» Москва 1994г.