Томский государственный университет

Экономический факультет

Кафедра политической экономии

**Рынок облигаций в России**

(курсовая работа)

Выполнила студентка:

Байгулова Е.А.

Руководитель:

Бельская Г.С.

Томск – 2006г.

**Содержание**

**Введение……………………………………………………………**

**Часть 1. Понятие и характеристика облигаций**

**1.1.** Понятие облигации………………………………………

**1.2.** Характеристика облигаций………………………………

**1.3.** Виды облигаций…………………………………………….

**Часть 2. Рынок облигаций в России**

**2.1.**История развития рынка облигаций………………………

**2.2.** Государственные облигации………………………………

**2.2.1.**Государсвенные краткосрочные облигации……………

**2.2.2**. Облигации федерального займа…………………………

**2.2.3.** Облигации государственного сберегательного займа…

**2.2.4.** Облигации внутреннего валютного займа …………

**2.2.** Муниципальные облигации………………………………

**2.3.** Корпоративные облигации…………………………………

**2.4.** Еврооблигации………………………………………...........

**Заключение…………………………………………………………….**

**Список используемой литературы …………………………………**

**Введение**

Одним из важнейших объектов торговли на рынке ценных бумаг являются облигации. Облигация – ценная бумага, удостоверяющая отношения займа между ее владельцем (кредитором) и лицом, выпустившим ее (заемщиком).

Федеральные, региональные и местные органы власти, стараются повысить доходы, и снизить расходы своих бюджетов, но эти усилия не приносят ощутимых и, главное быстрых результатов по сокращению бюджетных дефицитов. Здесь-то принимается во внимание третья возможность – брать в долг. Реализовать ее можно, взяв в кредит в банке или выбросив на рынок капиталов свои долговые обязательства. Таким образом, эмиссия облигаций по своей сущности является своеобразным конкурентом банковского кредитования.

Целью выпуска государственных облигаций помимо покрытия дефицита государственного бюджета является регулирование денежного обращения страны, финансирование государственных целевых программ, реструктуризация внешнего и внутреннего долга Российской Федерации.

Цель выпуска региональных облигаций значительно разнообразней федеральных. Региональные и муниципальные облигации выпускаются для финансирования социально-экономических проектов, жилищного строительства, развития местной инфраструктуры, реализацию социальных программ, создание новых рабочих мест, решение экологических проблем, на покрытие текущих расходов бюджетов, сглаживание неравности поступления платежей.

К организации и размещению облигационных займов прибегают компании, когда у них возникает потребность в дополнительных средствах. Посредством их размещения хозяйственная организация может мобилизовать дополнительные ресурсы без угрозы вмешательства их держателей – кредиторов в управление финансово-хозяйственной деятельностью заемщика. Однако облигационные займы компаний следует рассматривать как дополнение к заемным средствам, получаемым в виде банковских кредитов.

По мировым меркам современный российский рынок облигаций является достаточно небольшим развивающимся рынкам. Не смотря на все отрицательные характеристики российский рынок облигаций - это динамичный рынок. Он испытывает как взлеты, так и падения, но при этом наступательно развивается.

Таким образом, облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительством, различными государственными органами и муниципалитетами, а также отдельными компаниями.

Цель работы заключается в рассмотрении тенденций развития рынка облигаций. Рассмотреть структуру и основные задачи рынка. В своей работе я могу выделить две части. Первая часть даёт представления об облигации как о ценной бумаге её основные характеристики о классификации облигаций. Вторая часть посвящена истории возникновения и развития рынка облигаций в России характеристике состояния государственного, корпоративного и еврооблигационного рынков.

Для написания данной работы я широко использовала учебники таких

авторов как Баринова.В.Т, Жукова.Е.Ф., КолесниковаВ.И., Каратцева.А.Г., Митеена.Б.М., Четыркина.Е.М. Также использовала статьи из журналов:

”Рынок ценных бумаг”и”Российский экономический журнал” таких авторов как Бондарь.Т., Пашковой.Н., Литвякова.А., Потёмкина.А, Лексеена.В., Швецова.А, Алфёрова.В.

**Часть 1. Понятие и характеристика облигаций.**

***1.1. Понятие облигации****.*

Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права[[1]](#footnote-1) (ст. 816 ГК).

Облигация выражает отношение займа между лицом, выпустившим облигации, и их владельцем. Эмитент облигации выступает в роли должника, а держатель облигации – кредитором. Облигация обеспечивает ее владельцу (инвестору) оговоренный доход. В большинстве случаев он регулярно получает по купонам проценты, а в конце срока – номинал облигации или ее выкупную цену.

Облигации являются распространенным видом долгосрочных ценных бумаг, приносящих процентный доход. Доход от облигаций обычно ниже, чем от других видов ценных бумаг, в то же время он более надежен и стабилен, чем, например, дивиденды по акциям, так как не зависит от конъюнктурных колебаний и других подобного рода факторов. Благодаря своему долговому характеру облигации более надежные вложения, чем акции; будучи аналогом кредита, они являются «старшими» бумагами по отношению к акциям, т.е. дают преимущественное право при выплате дохода или возвращении вложенных средств в случае банкротства или ликвидации эмитента.

Принципиальная разница между акциями и облигациями заключается в следующем. Покупая акцию, инвестор становится одним из собственников компании-эмитента. Купив облигацию компании-эмитента, инвестор становится ее кредитором. Кроме того, в отличие от акций облигации имеют ограниченный срок обращения, по истечении которого гасятся. Облигации имеют преимущество перед акциями при реализации имущественных прав их владельцев: в первую очередь выплачиваются проценты по облигациям и лишь затем дивиденды; при делении имущества компании-эмитента в случае ее ликвидации акционеры могут рассчитывать лишь на ту часть имущества, которая останется после выплаты всех долгов, в том числе и по облигационным займам. Если акции, являясь титулом собственности, предоставляют их владельцам право на участие в управлении компанией-эмитентом, то облигации, будучи инструментом займа, такого права, не дают. В отличие от акций, облигации не предоставляют держателям права участвовать в управлении делами эмитента. Облигации выступают главным инструментом мобилизации средств правительствами, различными государственными органами и муниципалитетами.

К организации и размещению облигационных займов прибегаю и компании, когда у них возникает потребность в дополнительных финансовых средствах.

Этот вид ценной бумаги достаточно широко распространен в экономически развитых странах. Более высокая надежность облигаций обеспечивает им популярность среди инвесторов, и именно на облигации приходится более 2/3 оборота большинства крупнейших фондовых рынков мира.

***1.2. Характеристика облигации****.*

Перечислим основные характеристики облигации, фиксируемые при её выпуске. Прежде всего, это *номинальная цена*, или *номинал*, *выкупная цена* или правило ее определения, если она отличается от номинала. Номинальная цена облигации служит базой для дальнейших перерасчетов и начисления процентов и указывается на самой облигации.

Не менее важным параметром является *срок облигации*. Срок определяет продолжительность получения инвестором периодических платежей, если таковые предусматриваются условиями эмиссии, и срок оплаты номинала. Срок облигации в первую очередь определяется целью их выпуска.

*Норма дохода*, или *купонная процентная ставка*, определяет размер текущего дохода. Купонная ставка, как правило, немного ниже ставки по срочным депозитам. Выплаты процентов производятся ежегодно или по полугодиям (наиболее распространенный случай), реже поквартально или помесячно, и уж совсем редко в конце срока.

Обязательным реквизитом облигации являются *даты выплат процентов* и *дата погашения*.

Продается облигация по рыночной цене, которая складывается на фондовом рынке. Рыночная (курсовая) цена облигации складывается под влиянием условий эмиссии и зависит от ее привлекательности, а также от ситуации, складывающейся на рынке облигаций. Рыночная цена облигаций при их эмиссии может быть ниже, равной и выше номинала. Если цена размещения облигаций ниже ее номинала, то величина разности этих цен называется – дисконтом, который обычно определяется в процентах от номинала. Дисконт является доходом владельца беспроцентной облигации при ее погашении. Если цена размещения равна либо выше номинала (только процентных облигаций), то превышение цены размещения над номиналом называется ажио. Доходом в этом случае является стоимость, выплачиваемая при погашении облигаций за вычетом цены при ее покупки.

Поскольку номиналы у разных облигаций могут существенно различаться между собой, то часто возникает необходимость в сопоставимом измерители рыночных цен облигаций. Таким показателем является курс

*Курсом облигации* называется значениерыночной цены облигации, выраженная в процентах к ее номиналу.

Качество облигаций оценивается специальными независимыми агентами путем отнесения конкретных облигаций к той или иной категории по степени надежности, полноте и своевременности выплат процентов и выкупной суммы. Такая процедура называется *рейтингом.* Рейтинг облигаций осуществляет ряд агентств, каждое из которых применяет собственные методики установления рейтинговых категорий и соответствующие код.

Его имеют большинство облигаций предприятий, устанавливаемый независимыми фирмами. Облигации, имеющие наиболее высокий рейтинг, называются облигациями "инвестиционного класса". Облигации, имеющие рейтинг ниже определенного, считаются спекулятивными, в том числе так называемые бросовые облигации. Чем ниже рейтинг, тем выше риск неплатежа. В целом, чем выше рейтинг, тем ниже доход по ним.

При рейтинге облигации применяют как количественные, так и качественные критерии. Кроме того, учитывается экономическая ситуация в стране, тенденция экономического развития, в том числе и в конкретной отрасли, финансовое положение эмитента и т.д.

Стоит отметить, что в современной практике различия между акциями и облигациями предприятий постепенно стираются. С одной стороны, происходит узаконивание выпуска "не голосующих" акций, а с другой - появились "голосующие" облигации. Стиранию этих различий также способствует также эмиссия конвертируемых облигаций и выпуск так называемых "гибридных фондовых бумаг". Это явление отражает в определенной мере тенденцию сращивания промышленного и банковского капитала.

***1.3. Виды облигаций.***

Поскольку существует большое разнообразие облигаций, для описания их различных видов классифицируем облигации по ряду признаков. Можно предложить следующую классификацию[[2]](#footnote-2):

* В зависимости от эмитента различают облигации:

*государственные* облигации, эмитированные федеральными органами, считаются самыми надежными ценными бумагами, так как теоретически они обеспечены всем государственным имуществом;

*муниципальные* облигации могут выпускаться и местными органами власти, однако в этом случае Правительство не несет по ним никакой ответственности (если только оно не дало специальной гарантии);

*корпоративные.* Облигации частных корпораций – обеспечиваются залогом имущества, передачей прав на недвижимость, оборудование, некоторые активы эмитента или доходами от различных программ и проектов и т.д.;

*иностранные.* По статусу эмитента в отдельную категорию иногда выделяют иностранных эмитентов облигаций, которые также подразделяются на частные компании и государственные органы;

* В зависимости от сроков, на которые выпускается заем, все многообразие облигаций условно можно разделить на две большие группы:

***А. облигации с некоторой оговоренной датой погашения,*** которые в свою очередь делятся на:

*Краткосрочные -* срок погашения от 1 года до 5 лет. Эти облигации не получили широкого распространения у промышленных корпораций;

*среднесрочные -* срок погашения от 5 до 10 лет. Эти облигации используются чаще и пользуются популярностью у банков и других финансовых организаций;

*долгосрочные -* сроки погашения свыше 10 лет с момента первоначальной эмиссии. Но более распространенными являются облигации со сроком погашения от 15 до 20 лет.

Временные рамки, ограничивающие перечисленные облигационные группы, для каждой страны различны и определяется законодательством, действующим в этой стране, и сложившейся практикой.

***Б. облигации без фиксированного срока погашения включают:*** *бессрочные,* или *непогашаемые;*

*отзывные облигации* могут быть востребованы (отозваны) эмитентом до наступления срока погашения. Если при выпуске облигации эмитент устанавливает условия такого востребования – по номиналу или с премией;

*облигации с правом погашения* предоставляют право инвестору на возврат облигации эмитенту до наступления срока погашения и получения за нее номинальной стоимости;

*продлеваемые облигации* предоставляют инвестору право продлить срок погашения и продолжать получать проценты в течение этого срока;

*отсроченные облигации* дают эмитенту право на отсрочку погашения.

* В зависимости от порядка подтверждения права владения облигации могут быть:

*именные,* права владения, которыми подтверждаются, внесем имени владельца в текст облигации и в книгу регистрации, которую ведет эмитент;

*на предъявителя,* право владения, которыми подтверждаются простым предъявлением облигации.

* По целям облигационного займа облигации подразделяются на:

*обычные,* выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности или привлечения дополнительных финансовых ресурсов, которые будут использованы на различные многочисленные мероприятия;

*целевые,* средства от продажи, которых направляются на финансирование конкретных инвестиционных проектов или конкретных мероприятий.

* По способу размещения различают:

*свободно размещаемые* облигационные займы;

*займы, предполагающие принудительный порядок размещения.* Принудительно размещенными чаще всего являются государственные облигации.

* В зависимости от формы, в которой возмещаются позаимствованная сумма, облигации, делятся на:

*с возмещением в денежной форме;*

*натуральные, погашаемые в натуре.*

* По методу погашения могут быть:

*облигации, погашения номинала которых производится разовым платежом;*

*облигации с распределенным по времени погашений,* когда за определенный отрезок времени погашается некоторая доля номинала;

*облигации с последовательным погашением* фиксированной доли общего количества облигаций (лотерейные или тиражные займы).

* В зависимости от того, какие выплаты производятся эмитентом по облигационному займу, различают:

*облигации, по которым производятся только выплата процентов, а капитал не возвращается,* точнее, эмитент указывает на возможность их выкупа, не связывая себя конкретным сроком;

*облигации, по которым лишь возвращается капитал по номинальной стоимости, но не выплачиваются проценты.* Это так *называемые облигации с нулевым купоном;*

*облигации, по которым проценты не выплачиваются до момента их погашения, а при погашении инвестор получает номинальную стоимость облигации и совокупный процентный доход;*

*облигации, по которым возвращается капитал по номинальной стоимости, а выплата процентов не гарантируется и находится в прямой зависимости от результатов деятельности компании-эмитента,* т.е. от того, получает компания прибыль или нет. Такие облигации называются доходными или реорганизационными, так как выпускаются, как правило, компаниями, которым грозит банкротство;

*облигации, дающие право их владельцам на получение периодически выплачиваемого фиксированного дохода, а номинальной стоимости облигации – в будущем, при ее погашении.*

Периодическая выплата доходов по облигациям в виде процентов производится по купонам. Купон представляет собой вырезной талон с указанной на нем цифрой купонной (процентной) ставки. По способам выплаты купонного дохода облигации подразделяются на:

*облигации с фиксированной купонной ставкой;*

*облигации с плавающей купонной ставкой,* когда купонная ставка зависит от уровня ссудного процента;

*облигации с равномерно возрастающей купонной ставкой по годам займа.* Такие облигации еще называют индексируемые, они обычно эмитируются в условиях инфляции;

*облигации с минимальным или нулевым купоном (мелкопроцентные или беспроцентные облигации).* Рыночная цена по таким облигациям устанавливается ниже номинальной, т.е. предполагает скидку. Доход по этим облигациям выплачивается в момент ее погашения по номинальной стоимости и представляет разницу между номинальной и рыночной стоимостью;

*облигации с оплатой по выбору.* Владелец этой облигации может доход получить как в виде купонного дохода, так и облигациями нового выпуска;

*облигации смешанного типа.* Часть срока облигационного займа владелец облигации получает доход по фиксированной купонной ставке, а часть срока – по плавающей ставке.

* По характеру обращения бывают:

*неконвертируемые;*

*конвертируемые,* предоставляющие их владельцу право обменивать их на акции того же эмитента (как на обыкновенные, так и на привилегированные). 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. Конверсионная цена представляет собой отношение номинальной цены облигации к конверсионному коэффициенту.

* В зависимости от обеспечения облигации делятся на два класса:

***А. обеспеченные залогом:***

*обеспечиваются физическими активами:* в виде недвижимости; в виде оборудования. Облигации под залог физических активов (как в виде вещного имущества, так и в виде оборудования) включаются так называемые *облигации под первый заклад и второзакладные облигации, или облигации под второй заклад.* Облигации под второй заклад стоят на втором месте после первозакладных и называются еще общезакладными;

*облигации с залогом фондовых* бумаг обеспечиваются находящимися в собственности эмитента ценными бумагами, какой – либо другой компании (неэмитента);

*облигации с залогом пула закладных (ипотек).* Такие облигации выпускаются кредитором, на обеспечении у которого находится пул ипотек под выданные им ссуды под недвижимость. Поступление платежей по этим ссудам является источником погашения, и выплаты процентов по облигационному займу, обеспеченному пулу закладных.

***Б. не обеспеченные залогом:***

*облигации, не обеспеченные* какими – либо материальными активами. Они подкрепляются «добросовестностью» компании-эмитента, т.е. обещанием этой компании выплатить проценты и возместить всю сумму займа по наступлении срока погашения;

*облигации под конкретный вид дохода эмитента.* По этим облигациям эмитент обязуется выплачивать проценты и погашать заем за счет, каких – либо конкретных доходов;

*облигации под конкретный инвестиционный проект.* Средства, полученные от реализации данных облигаций, направляются эмитентом на финансирование, какого – либо инвестиционного проекта. Доходы, полученные от реализации этого проекта, эмитент использует на погашение займа и выплату процентов;

*гарантированные облигации.* Облигации не обеспеченны залогом, но выполнение обязательств по займу гарантируется не компанией-эмитентом, а другими компаниями. Чаще всего гарантом является более сильная с экономической точки зрения компания, что делает данные облигации более надежными;

*облигации с распределенной и переданной ответственностью.* По этим облигациям обязательства по данному займу либо распределяются между некоторым числом компаний, включая эмитента, либо целиком принимают на себя другие компания, исключая эмитента;

*застрахованные облигации.* Данный облигационный займ компания-эмитент страхует в страховой компании на случай возникновения, каких – либо затруднений выполнений обязательств по этому займу.

* В зависимости от степени защищенности вложений инвесторов различают:

*облигации, достойные инвестиций –* надежные облигации, выпускаемые компаниями с твердой репутацией и имеющие хорошее обеспечение;

*макулатурные облигации,* *носящие спекулятивный характер.* Вложение в такие облигации всегда сопряжены с высоким риском.

**Часть 2. Рынок облигаций в России.**

***2.1. История развития рынка******облигаций.***

Государственные ценные бумаги на внутреннем рынке появились при правлении Александра Ι в связи с известным высочайшим указом от 25 марта 1809г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. Первые российские займы приносили доход в размере 6% годовых с дополнительным премиальным 1% (грация), которые выплачивались ежегодно. Их доходность была выше, нежели предоставляемые государственными кредитными конторами, поскольку последние в силы традиции и ряда других факторов пользовались повышенным доверием широкой публики. Кроме того, государственные облигации принимались в качестве залогов, откупов, казенных сборов и пошлин, что также способствовало повышению их привлекательности. Государство стало регулярно использовать этот канал привлечения этих финансовых ресурсов в казну, однако покрытие дефицита бюджета за счет него не превышало 10% вплоть до середины XIX в. Основная доля поступлений в казну шла за счет внешних займов. Но с этого времени российские государственные облигации начали активно обращаться на биржевом и внебиржевом рынках страны.

В течение XIX - начале XX вв. российский державный бюджет отличался хронически дефицитом, поэтому государство систематически осуществляло эмиссии облигаций. Традиционно они выпускались в разных вариантах – именные и предъявительские, купонные и бескупонные и др. именные облигации могли конвертироваться в предъявительские и, наоборот, при участии государственной комиссии погашения долгов. Государство стимулировало развитие рынка именных облигаций, поэтому конверсия предъявительских бумаг была бесплатной для их владельцев, а обратная процедура требовала от них определенных расходов.

По периоду обращения облигаций государственные займы российской империи делились на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные. Продолжительность обращения краткосрочных бумаг составляло от 3 до 12 месяцев, а их номинал не превышал 500 рублей. Эмитентом выступало Министерство финансов, объем не погашенной задолжности, который по этим займам первоначально был ограничен суммой 50 млн. рублей, в начале XX в. был существенно расширен. Краткосрочные облигации продавались с дисконтом к номиналу, а погашались Государственным банком по нарицательной стоимости, что позволяло владельцам получать установленный доход.

К среднесрочным бумагам относились выпускавшиеся государственным казначейством билеты, в период обращения которых составлял 4 и 8 лет соответственно для разных серий, а номинал устанавливался в размере 50 рублей. Первые выпуски этих бумаг приносили доход в размере 3% годовых, а доходность последующих серий достигало 4%.

Долгосрочные облигации в России выпускались за период 50 – 80 лет и более и вместе с бессрочными займами занимали доминирующее положение в структуре государственного долга. Бессрочные займы приносили владельцам облигации непрерывный доход, т.е. ренту, однако правительство в соответствии с законом имело право погашать их по номинальной стоимости. Такая процедура могла проходить тиражами с обязательным предъявлением бумаг к погашению или путем их свободной покупки на бирже.

Появление на российском рынке частных облигаций в период правления Николая Ι связано с принятием в 1836г. Закона о примышленных обществах. Объем оборотов новых видов бумаг долгое время оставался незначительным по сравнению с государственными облигациями, а также по отношению к развитым зарубежным рынкам. Это было связано с традиционным относительно слабым развитием частного предпринимательства в стране.

После февральских событий 1917г. экономическое положение страны стало серьезно ухудшаться. Рост военных расходов, высокие темпы инфляции и огромный государственный долг вынудили Временное правительство срочно изыскивать возможности привлечения финансовых ресурсов.

Крупнейшие банки страны подписали соглашение с Министерством финансов о размещении так называемого Займа свободы 1917г. – первой эмиссии долгосрочных облигаций Временного правительства. Вследствие высокой инфляции в стране результативность его размещения оказалось чрезвычайно низкой. Поэтому одновременно с этим были предприняты попытки выпуска еще двух займов – выигрышного и железнодорожного, но они также не имели успеха.

Еще одной неудачной и последней попыткой Временного правительства стал проект принудительного «Российского государственного 5,5% военного ликвидационного займа 1917г.». Срок его обращения по проекту составлял 20 лет, а объем – 10 млрд. рублей. Заем был предназначен для подписки среди строго определенных категорий физических и юридических лиц – в большей части представителей крупного капитала. Облигации могли приниматься в залог, доходы по ним освобождались от налога, и предполагалось их свободное обращение на внутреннем рынке. Однако правительство не решилось на реализацию займа, поскольку из-за эскалации военных действий и крупных неудач на фронте его успех стал нереальным.

После очередной смены политической власти в стране Декретом ВЦИК в январе 1918г. были аннулированы все внешние и внутренние долги и гарантийные обязательства царского и временного правительств. Ликвидация российского рынка облигаций была окончательно завершена в сентябре 1920г. соответствующим Декретом СНК.

Государственные заимствования на внутреннем рынке возобновились в 1922 – 1923гг., когда была проведена не имевшая ранее аналогов эмиссия облигаций первого и второго, так называемых хлебных займов, а также сахарного займа. Они носили краткосрочный (сезонный) характер – срок обращения каждого не превышал года. Бумаги номинировались соответственно в пудах ржи и сахара, приобретались за деньги, а погашались либо натурой, либо деньгами по усмотрению держателей. Максимальный номинал хлебных облигаций, например, составил 100 и 10 пудов ржи соответственно для первого и второго займов. Облигации хлебного и сахарного займа принимались в уплату существовавшего тогда натурального налога и были привлекательными для граждан, особенно занятых в сельском хозяйстве. Натуральные займы имели очевидный успех, благодаря ним в стране появился вторичный рынок облигаций. Позже предпринимались попытки эмиссии краткосрочных денежных займов, но из-за отсутствия должного опыта их выпуск оказался нерентабельным для государства.

Эти же годы ознаменовались первым в СССР выпуском долгосрочного займа, именовавшегося в обиходе золотым займом 1922г. Период его обращения превышал 11 лет, а продажа облигаций, выплата доходов, в том числе выигрышей, осуществляли в рублях по курсу, привязанному к золоту. Заем отличался широким спектром преимуществ для владельцев, в частности освобождение доходов от налогов, ежегодными тиражами выигрышей, возможностью залога облигаций и др.

В период с начала 30-х годов по 1957г. правительство разместило всего 45 займов, тогда как в 20-е годы было выпущено в общей сложности 24 государственных займа. Объем заимствований государства в довоенное время составил около 50 млрд., а в течение 1941 – 1945гг. – более 76 млрд. рублей.

После войны параллельно с денежной реформой была проведена конверсия займов, распространенных среди населения в период 1936 – 1946гг., в облигации Государственного 2%-го займа 1948г. Одновременно с этим проходило размещение новых займов. Облигации госзаймов не могли приносить населению ощутимых выгод, поскольку установленные размеры доходов были весьма непривлекательными. Если в 20-е годы они приносили годовой доход в 6 – 12%, то в последующем он составлял лишь 2 - 4% (для облигаций, реализуемых по номиналу). Непривлекательность облигаций зачастую компенсировалось политическим давлением в ходе их размещения. Не редко часть заработной платы трудящихся принудительно выдавались облигациями. Это позволяло правительству осуществлять крупномасштабные заимствования среди широких слоев населения.

В СССР в апреле 1957г. было принято беспрецедентное решение об отсрочке на 20 лет начала погашения послевоенных займов, что существенно подорвало доверие граждан к способности правительства выполнять свои обязательства. В результате этой акции активность эмиссии государственных бумаг на длительное время была значительно снижена. Погашение «замороженных» послевоенных займов началось немного ранее объявленного срока – с 1974г. и завершилось к концу 1991г.

В 60-е годы было осуществлено размещение лишь одного государственного 3%-го выигрышного займа, завершившего свое обращение в начале 80-х. практика масштабных заимствований возобновилась с выпуском в 1982г. нового 3%-го выигрышного займа. Облигации свободно продавались и покупались государством в течение всего срока обращения, а в 1990 – 1991гг. был повышен процент выплат по ним и проиндексирован (увеличен на 40%) номинал.

В предреформенный период в СССР предпринимались многочисленные неудачные попытки эмиссии разнообразных видов государственных облигаций. В 1990г. среди населения начал распространяться целевой беспроцентный заем, погашение которого планировалось через три года дефицитными в то время товарами длительного пользования, аналогично натуральным займом 20-х годов. Однако высокий уровень инфляции в стране вскоре привел к прекращению его размещения.

Кроме того, был осуществлен выпуск государственных казначейских обязательств 1990г. сроком на 16 лет и доходности 5%, предназначенных для населения. Вскоре в целях повышения их привлекательности срок обращения пришлось снизить вдвое, а доходность повысить в том же размере. Однако принятые меры лишь ненадолго оживили реализацию этих бумаг.

В это же время, на 16-летний срок была осуществлена эмиссия облигаций Государственного внутреннего 5%-го займа СССР 1990г.; предназначенного для добровольного размещения среди юридических лиц и общественных организаций, с ежегодной выплатой им купонного дохода в безналичной форме. Учесть этих бумаг не многим отличалась от предыдущих выпусков.

В середине 1991г. было принято решение об эмиссии облигаций 8,5%-го займа Российской Федерации с организацией обращения по новой безбумажной технологии. Ему также не суждено было состояться. После распада СССР приемником союзных долгов стала Россия[[3]](#footnote-3).

Закон Российской Федерации от 13 ноября 1992г. «О государственном внутреннем долге Российской Федерации» определил порядок выпуска государственных ценных бумаг, в том числе и облигации. В соответствии с этим законом в качестве должника по обязательствам, вытекающим из государственных ценных бумаг, выступает государство, отвечающее всеми своими активами. В роли эмитента государственных облигаций выступает правительство, а также органы, уполномоченные выступать от имени правительства.

На рынке ценных бумаг появились следующие виды долговых обязательств Российской Федерации: государственные краткосрочные облигации (ГКО), облигации федерального займа с переменным купоном (ОФЗ-ПК), облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ), облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ).

**2.2. *Государственные облигации:***

*Государственные (казначейские) облигации* - по своей природе и назначению близки к среднесрочным и долгосрочным казначейским обязательствам (а иногда с ними даже не разграничиваются). Отдельные виды государственных облигаций, в частности, сберегательные облигации, могут распространяться на нерыночной основе. Размещение облигаций происходит на аукционе.

***2.2.1. Государственные краткосрочные облигации (ГКО).***

Одним из новых видов облигаций, появившихся на фондовом рынке России, являются государственные краткосрочные облигации (ГКО), выпуск которых предусмотрен постановлением Совета Министров – Правительства Российской Федерации от 8 февраля 1993г. № 107.

Важнейшей задачей этих ценных бумаг является финансирование дефицита государственного бюджета по минимальной возможной цене. По своей сути ГКО является неинфляционным источником покрытия дефицита госбюджета. ГКО являются высоколиквидными ценным бумагами. Сроки обращения ГКО в денежные средства минимальны, и это позволяет официальным дилерам и их клиентам быстро и надежно инвестировать находящиеся вих распоряжениивременно свободные денежные средства.

Эмитентом ГКО (выпускаемых в бескупонной форме) выступает Министерство финансов Российской Федерации. Банком России проводится размещение, обслуживание и погашение облигаций. Эмиссия производится отдельными выпусками на срок 3, 6 и 12 месяцев и в безбумажной форме. Приобретение облигации отражается на специальном счете «депо», куда заносятся количество и серия приобретённых ГКО. Приобретатель получает выписку из счета, которая подтверждает право собственника на ГКО. Реализация ГКО осуществляется со скидкой с номинала. Цена устанавливается в процентах к номинальной стоимости. ГКО можно продать до срока погашения по той цене, которая сложилась на момент продажи. Цена ГКО варьируется в зависимости от спроса и предложения на ГКО, который в свою очередь обусловлен различными экономическими и политическими факторами. Таким образом, если есть большое количество желающих продать ГКО досрочно, то их стоимость падает, если же наоборот, то растёт.

Рынок ГКО регулируется следующими основными документами: постановлениями Совета Министров, Правительства Российской Федерации, постановлением Верховного Совета Российской Федерации и приказом Центрального банка Российской Федерации, утвердившего Положение об обслуживании и обращении выпусков государственных краткосрочных бескупонных облигаций.

Рынок ГКО подразделяется на первичный и вторичный. К первичному относится аукцион (связан с размещением нового тиража ценных бумаг), к вторичному относится фондовая биржа. На вторичном рынке осуществляются операции с уже выпущенными и хотя бы один раз реализованными облигациями.

Участниками рынка ГКО бывают двух категорий: дилеры и инвесторы. Дилерами могут быть только инвестиционные институты и банки, заключившие договор с Центральным банком России на выполнение обязанностей по обслуживанию операций с государственными краткосрочными облигациями. Инвесторами являются все юридические и физические лица, которые приобрели облигации и имеющие право на владение ими.

Первоначально ГКО были для государства эффективны. Так, в 1995г. чистый доход бюджета, от них достигая почти 13 млрд. рублей. Однако по мере роста объема эмиссии ГКО, росли и расходы бюджета на обслуживание этого долга. К лету 1998г. они достигли примерно 1/3 всех его доходов. Стало очевидно, что государство не может нести подобные расходы и ситуация вышла из-под контроля. Весной 1998г. началось бегство нерезидентов с рынка ГКО (им принадлежало 30% всей эмиссии ГКО). Объявленный 17 августа 1998г. дефолт по ГКО нанёс сильнейший удар по коммерческим банкам (общая сумма инвестиций которых в ГКО превышала 30 млрд. рублей). Многие инвесторы, в том числе и физические лица, были разорены. Рынок ГКО практически перестал существовать.

Государство заморозило все выплаты по ГКО и их обращение. Была разработана специальная схема реструктуризации долга по этим ценным бумагам. Краткосрочные ГКО были обменены в определенной пропорции на более «длинные» облигации федерального займа. Небольшая часть задолженности была погашена денежными средствами. И только в январе 1999г. торги по государственным облигациям были возобновлены. Послекризисный период на рынке государственных облигаций характеризуется на много большей устойчивостью в силу резко сузившегося объема рынка и минимальных объемов новых заимствований[[4]](#footnote-4).

***2.2.2. Облигации федерального займа (ОФЗ).***

Этот вид ценных бумаг впервые был введен в обращение в июне 1995г. с целью изменения структуры государственного внутреннего долга с помощью перехода от краткосрочного к среднесрочному типу государственных ценных бумаг. ОФЗ являются первыми среднесрочными ценными бумагами, которые появились в РФ. Они выпущены сроком на один год и две недели, что объясняется особенностями российского законодательства (нужен срок более года, чтобы бумага считалась среднесрочной), так и удобством начисления доходности (плюс две недели). По этой бумаге доходы выплачиваются раз в квартал, причём доход привязан к доходу на рынке ГКО, обращающимся на вторичном рынке: берутся четыре последних выпуска ГКО, исчисляется средняя взвешенная и по этой величине ОФЗ продаётся (в безбумажном виде) на аукционе на ММВБ. Ставка очередного купонного дохода объявляется за одну неделю до аукциона по размещению ОФЗ либо за неделю до выплаты очередного купона. При заключении сделок с ОФЗ наряду с выставленной ценой и объёмом заявки исчисляется и сумма накопленного дохода. Это является отличительной чертой среднесрочных облигаций. Сумма накопленного дохода рассчитывается как часть купонного дохода, пропорциональная времени, на протяжении которого облигация находилась во владении держателя. Поэтому при заключении сделок с ОФЗ покупатель, помимо номинальной стоимости облигации и курсовой надбавки, должен уплатить продавцу накопленный купонный доход.

Во время обращения облигации на часть суммы накопленного дохода распространяются налоговые льготы. Эта часть купонного дохода рассчитывается как разница между накопленным купонным доходом, полученным при продаже облигаций либо погашении купона, и накопленным доходом, уплаченным при ее приобретении в течение купонного периода по каждому купону. Разница между ценой покупки и последующей продажи ценной бумаги подлежит налогообложению в общем порядке.

Министерство финансов РФ утверждает выпуск, ОФЗ который носит периодичный характер, порядок и формы выплаты доходов и погашения, порядок признания нового выпуска состоявшимся, устанавливает ограничения на потенциальных владельцев, минимальную стоимость, размер, периодичность и порядок выплаты процентов по облигации. На весь пуск составляется глобальный сертификат, в котором фиксируется все утвержденные условия. Один экземпляр сертификата отдается на хранение в депозитарий, другой – остается в Министерстве финансов.

Особенностью ОФЗ является то, что их владельцами могут быть как юридические, так и физические лица, как резиденты, так и нерезиденты. Эмитентом ОФЗ является Министерство финансов РФ. Общий объем нового выпуска облигаций определяется пределами государственного внутреннего долга, устанавливаемого федеральным законодательством о федеральном бюджете на соответствующий финансовый год.

Выпуск ОФЗ дает возможность более активно привлекать иностранный капитал для инвестирования в экономику нашей страны. ОФЗ могут быть размещены как на первичном, так и на вторичном рынках в течение всего срока обращения облигаций для обеспечения более высокого предложения на них. Само по себе появление ОФЗ и для Министерства финансов, и для всей финансовой системы имеет исключительно большое значение, поскольку при этом появляется некоторая стабильность на рынке государственного долга[[5]](#footnote-5).

Разразившийся в августе 1998г. финансовый кризис, последовавший за ним дефолт, приостановили функционирование рынка ОФЗ.

С 2002г. возобновились крупномасштабные заимствования на рынке ценных бумаг с целью финансирования текущих расходов федерального бюджета, прежде всего, таких как обслуживание внутреннего государственного долга и выплаты процентов по внешнему долгу, Министерству финансов одновременно удалось существенно снизить ставку по рублевым заимствовании.

Объем рынка государственных рублевых облигаций в 2005г. варьировался в пределах 550-700 млрд. руб. по номиналу. По-прежнему он превышает сегмент негосударственных рублевых долговых обязательств по объему почти в 2 раза.

В начале 2005г. состоялось 18 аукционов по размещению и 18 аукционов по доразмещению на вторичном рынке государственных ценных бумаг. Общий объем эмиссии составил 202,6 млрд. рублей по номиналу. Было погашено ОФЗ на сумму 108,2 млрд. рублей по номиналу, чистое размещение составило 98,1 млрд. рублей. В связи со значительным приростом ОФЗ в обращении повысилась и ликвидность, однако говорить о существенном качественном развитии данного сегмента рынка не приходится. Доля внутреннего долга по-прежнему в большей степени увеличивается за счет сокращения внешнего долга, а не повышения внутреннего.

Рынок внутреннего государственного долга по-прежнему характеризуется ограниченным количеством участников. В результате госдолг оседает на счетах ограниченного количества участников, что приводит к низкой ликвидности рынка и оборотов торгов.

Государство постепенно реализует задачу по увеличению привлекательности сектора государственных обязательств. Например, в 2007г. планируется важное событие: снятие ограничений на все операции нерезидентов на внутреннем рынке государственного долга[[6]](#footnote-6).

***2.2.3. Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ).***

Этот вид государственных ценных бумаг впервые появился на рынке ценных бумаг в сентябре 1995г. Главной целью эмиссии этого вида ценных бумаг является привлечение свободных денежных средств населения для покрытия нехватки средств в бюджете страны.

Отличительным свойством данного вида государственных ценных бумаг от вышеперечисленных является то, что они сравнительно недороги и доступны для физических и некрупных юридических лиц, которые могут быть нерезидентами.

Выпускается в документальной форме, является ценной бумагой на предъявителя и предоставляют их владельцам право ежеквартального получения дохода, превышающего уровень доходности по другим ценным бумагам. Облигации выпускаются с целью привлечь свободные средства населения для покрытия дефицита бюджета. ОГСЗ выпускаются в бумажной форме. Срок обращения облигаций составляет 1 год. Эмитентом ОГСЗ является Министерство финансов Российской Федерации. Каждая облигация имеет 4 купона. Купонный период составляет 3 календарных месяца. Доходы по купонам владельцы ОГСЗ получают ежеквартально в виде процента к номинальной стоимости облигации. Расчетная цена облигаций ОГСЗ зависит от дня покупки и определяется как сумма номинальной цены и накопленного на день совершения операции купонного дохода. Естественно, что рыночная цена будет отличаться от расчетной (на нее влияют различные факторы). ОГСЗ размещаются на закрытых конкурсах. При погашении облигаций владельцам выплачиваются номинальная стоимость облигаций и процентный доход по последнему купону. Погашение облигаций осуществляется уполномоченными эмитентом банками при предъявлении подлинника облигации.

Рынок ОГСЗ является очень привлекательным для частных инвестиций, сами же ценные бумаги являются ликвидным финансовым инструментом государства, доступным для рядового вкладчика[[7]](#footnote-7).

***2.2.4.******Облигации внутреннего валютного займа (ОВВЗ).***

Впервые этот видгосударственных ценных бумаг появился 14 мая 1993г. В отличие от других государственных ценных бумаг выпуск ОВВЗ не был связан ни с финансированием экономики, ни с финансовым дефицитом бюджета. Они были выпущены в качестве гарантии возращения юридическим и физическим лицам средств, замороженных при реорганизации Внешэкономбанка СССР с целью обеспечения условий, необходимых для урегулирования внутреннего валютного долга перед юридическими и физическими лицами. Эмитентом облигаций выступает Министерство финансов РФ, валюта займа - доллары США, процентная ставка - 3% годовых. Номинал облигации – 1, 10 и 100 тыс. долларов. Они были выпущены 5 сериями со сроками погашения 1 год, 3 года, 6, 10 и 15 лет. К каждой облигации прилагается комплект из купонов, количество которых определяется сроком погашения облигации. Последний купон предоставляется вместе с облигацией, подлежащей погашению. Погашаются облигации постепенно в зависимости от номера серии. Последняя серия погашается 14 мая 2008г. При погашении облигации и при выплате процентов налоги не взыскиваются. Главным платежным органом по выплате основного долга по государственным облигациям данного вида и процентов по купонам является Центральный банк РФ, источником средств которого являются валютные золотые резервы государства. Также могут быть и дополнительные платежные агенты, назначенные Центральным банком РФ. ОФЗ являются первыми ценными бумагами на рынке валютных облигаций России. Они очень привлекательны для иностранных инвесторов, потому что их уровень доходности значительно превышает степень доходности на зарубежных рынках[[8]](#footnote-8).

***2.3. Муниципальные облигации.***

Первые выпуски ценных бумаг, эмитированных региональными и местными органами власти, были Министерством финансов в России в 1992г. С 1992г. муниципальные облигации были выпущены на территории 2/3 субъектов Российской Федерации, 1995-1997гг. зарегистрировано более 130 выпусков.

По характеру решаемых задач эмитированные в России региональные муниципальные займы могут быть условно подразделены на три основные группы: инвестиционные, социальные и бюджетные. Первые служат для финансирования социально-экономических проектов, жилищного строительства и развития местной инфраструктуры. Социальные займы нацелены на защиту сбережений населения от инфляции, реализацию социальных программ, создания новых рабочих мест, решения экологических проблем. Бюджетные займы помогают покрывать текущие расходы (дефицит) бюджета, сглаживать неравномерность поступления платежей, погасить задолженность перед предприятиями, налаживать взаиморасчеты.

При этом государственные облигации, выпускаемые администрациями субъектов РФ, получили название субфедеральных облигаций, а ценные бумаги местного самоуправления – муниципальных. Перечень выпускаемых местными органами власти облигаций разнообразен; однако можно выделить следующие основные виды:

- займы, аналогичные ГКО и ОФЗ;

- «сельские» облигации;

- еврооблигации;

- жилищные займы;

- сберегательные займы для населения.

Лидерами на рынке субфедеральных и муниципальных ценных бумаг стали займы типа ГКО и ОФЗ, которые обычно носят не целевой характер, выпускаются в бездокументарной форме и являются именными, бескупонными (дисконтными типа ГКО) или купонные (типа ОФЗ).

В 1997г. на рынке субфедеральных займов появились так называемые агрооблигации. Эти ценные бумаги были выпущены субъектами федерации под жестким давлением правительства РФ в целях переоформления образовавшейся в 1995-1996гг. задолженности регионов федеральному бюджету по товарным кредитам Министерства финансов РФ предприятиям АПК (органы власти субъектов федерации выступали гарантами возврата предприятиями денежных средств кредитору – федеральному бюджету). Облигации выпускались на срок от 1 до 3 лет с ежегодным десятипроцентным купоном. После эмиссии бумаги поступали в Министерство финансов РФ, которое самостоятельно реализовывало их на вторичном рынке.

Большую часть облигаций (около 90%) приобрели нерезиденты, которые были привлечены весьма выгодными условиями и надежными гарантиями (в проспекте эмиссии особо оговаривалось, что если регион не выполнит свои обязательства, последние будут погашены федеральными трансфертами в данный регион).

На протяжении 1997г. «сельские» облигации казались ликвидными, даже сначала финансового кризиса в конце года их ликвидность оставалась весьма высокой – до 60% и более. Однако финансовый кризис, который вместе с падением цен на нефть больно ударил по финансовой системе России, подорвал и рынок агрооблигации. Главные трудности на нем начались летом 1998г.: сделки из-за отсутствия спроса практически прекратились.

На рынке региональных облигаций долгое время царил «застой» после шока от финансового кризиса 1998г. и серии дефолтов по «сельским» облигациям. Но с 2002г. рынок региональных долгов находится на подъеме[[9]](#footnote-9).

По итогам 2004г. объем находящихся в обращении региональных и муниципальных облигаций вырос с 83 млрд. до 127 млрд. рублей или более чем в полтора раза[[10]](#footnote-10).

Рост рынка региональных облигаций в 2005г. продолжился. Общий объем муниципальных облигаций увеличился до 146,14 млрд. рублей. Количество муниципальных выпусков составило 106 против 100 в 2004г.

Фактически можно говорить о формировании нескольких сегментов рынка региональных и муниципальных облигаций, для каждого из которых характерны свои собственные объемы эмиссии и продолжительность кредитной истории заемщиков.

Крупнейшим сегментом рынка остаются рынки облигаций двух мегаполисов – Москвы и Санкт-Петербурга. Оба эмитента характеризуются длительной историей заимствовании, большим количеством эмиссии и крупными объемами выпусков. Эти бумаги являются еще и самым ликвидным на рынке: если на долю двух городов в объеме региональных и муниципальных облигаций, находящимся в обращении, приходится чуть меньше 60%, то их доля в обороте биржевого вторичного рынка составляет уже примерно 75% .

Основными задачами, стоящими перед эмитентами данной группы, являются удлинение долга – выпуск бумаг с более длительными сроками обращения взамен погашаемых, также снижение процентных ставок.

Вторым сегментом рынка можно считать бумаги эмитентов, присутствующих на рынке около 2-3 лет и успевших за это время разместить несколько (обычно 3-5) выпусков облигаций общим объемом примерно от 1 млрд. до 3 млрд. рублей. К этой группе эмитентов можно отнести республики Коми, Карелию, Якутию, Ханты-мансийский АО, Красноярский край, Волгоградскую, Иркутскую, Ленинградскую, Новосибирскую, Томскую и Ярославскую области. Кредитные риски данной группы варьируются от низких до относительно высоких.

Облигации этих эмитентов менее ликвидны, однако, также пользуются устойчивым спросом со стороны инвесторов, а накопленная кредитная история эмитентов позволяет им относительно безболезненно выпускать новые облигации по мере надобности. На долю ценных бумаг этих эмитентов приходится около 20% оборота рынка и 30% номинального объема эмиссий.

Задачами этих эмитентов являются выстраивание стабильной системы отношений с инвестором, позволяющей привлекать средства на рынке, а также оптимизации временной структуры долга, в том числе его несекьюритизированной части в счет новых, более «длинных», выпусков облигаций. Снижение уровня процентных ставок также является одной из целей эмитентов данной группы, однако это задача часто входит в противоречие с быстрым увеличением объемом заимствований, а относительно низкая ликвидность облигаций не позволяет внести полноценный мониторинг их доходности, необходимый для работы по снижению ставок.

Третьей группой эмитентов можно считать все прочие регионы муниципалитета, пока не зарекомендовавшие себя как постоянные участники рынка ценных бумаг. Для них типичны выход на рынок облигационных займов в конце 2003г., или уже в 2004г. и находящиеся в обращении 1-2 выпуска ценных бумаг с общим объемом эмиссии до 1 млрд. рублей.

В 2004г. на рынке появилась категория эмитентов, которые до сих пор не были представлены на долговом рынке, в том числе из-за низкого уровня финансовой самостоятельности. Облигации этой группы эмитентов имеют не очень устойчивый спрос со стороны инвесторов, характеризуются более низкой ликвидностью и в среднем более высокими процентными ставками по сравнению с регионами и муниципалитетами второй и тем более первой группы. На их долю приходится примерно 10% номинального объема рынка региональных и муниципальных займов и менее 5% оборота вторичного рынка.

Основными задачами данной группы эмитентов являются получение рыночной оценки стоимости заимствований, реклама и размещение новых выпусков ценных бумаг. Снижение уровня процентных ставок для данной группы эмитентов хотя и является привлекательной задачей, однако на практике вряд ли реализуется, т.к. выпуск первых эмиссий облигаций предполагает премию за риск[[11]](#footnote-11).

В целом тенденцией на рынке региональных и муниципальных облигаций в 2005г. стало удлинение сроков и объема заимствований. Преобладают выпуски со сроком обращения от 3 до 5 лет, на них приходится 42% рынка по объему. Средний объем данного выпуска составляет 2,728 млрд. рублей, средний срок обращения – 1381 дней[[12]](#footnote-12).

Однако принципиальные проблемы сектора региональных облигаций в 2005г. остались не решенными. Прежде всего, число новых регионов, впервые выходящих на рынок, остается крайне незначительным. По сути, публичный рынок региональных бумаг остается эксклюзивным для 30 из 88 российских регионов и 10 из почти 30 тыс. муниципальных образований.

Подобный дисбаланс, по всей видимости, связан с неоднородным развитием российских регионов. В частности на долю 16 наиболее развитых регионов, в которых проживает около трети граждан страны приходится до 60% всего российского ВВП. Большинство остальных регионов относятся к регионам – акцепторам, значительную часть доходов которых формирует трансферты федерального центра, что повышает кредитные риски и затрудняет их выход на публичный рынок.

Что касается выхода на рынок муниципальных образований, то здесь дальнейшее развитие рынка сдерживается высоким «входным порогом».

По разным оценкам, минимальный необходимый объем для формирования ликвидного рынка составляет в России около 300 – 500 млн. рублей, что резко ограничивает число потенциальных эмитентов в секторе региональных облигаций. В частности, подавляющее большинство муниципальных образований, имеющих размер бюджета в несколько сот или даже десятков миллионов рублей, не могут выйти на публичный рынок.

Значительную проблему представляет и повышение информационной открытости регионов.

Отметим, что в 2005г. работа по повышению информационной прозрачности региональных бюджетов велась достаточно активно. Однако основные усилия в этом направлении приложили регионы уже имеющие публичную историю. На это, в частности, указывает переход значительного числа бумаг в более высокие котировальные листы ФБ ММВБ.

Потребность в переходе на Котировальный лист более высокого уровня имеют, прежде всего, регионы, планирующие долгосрочные программы заимствований и вследствие чего заинтересованные в снижении стоимости обслуживания выпусков.

Преодоления указанных проблем требуют комплексного подхода. Федеральная власть в 2005г. уже сделала ряд важных шагов в этом направлении. В частности, проводится курс на укрупнению регионов, что позволит дотационным районам и областям опосредованно воспользоваться возможностями публичного рынка для реализации инвестиционных проектов.

Перспективными направлениями решения ситуации могли бы стать расширение числа инвесторов, заинтересованных в размещении своих средств в региональных бумагах, и внедрении практики размещения целевых займов.

На сегодняшний день один из самых крупных российских институционных инвесторов - Государственный пенсионный фонд не имеет право вкладывать средства в региональные ценные бумаги. В случае если данная законодательное ограничение было бы снято, спрос на федеральные и муниципальные облигации заметно вырос.

Введение целевых займов позволило бы решить проблему привлечения средств для реализации инвестиционных проектов в небольших дотационных регионах и муниципалитетах. В данном случае в инвестиционном проекте администрация выполнила бы функции организатора и заказчика, в то время как местные бизнесструктуры могли бы выступить в роли подрядчика. В результате, помимо решения инфраструктурных задач (строительства, налаживания транспортной и коммуникационной инфраструктуры и пр.), регионы смогли бы решить проблему занятости и сформировать кредитную историю[[13]](#footnote-13).

***2.4. Корпоративные облигации.***

Облигации корпораций – это особый инструмент мобилизации долгосрочного капитала – обязательства корпорации перед кредитором о выплате в установленные сроки суммы долга и процентов по полученным займам. Корпоративные облигации выпускается предприятием в том случае, если акционерного капитала уже не достаточно для обслуживания процесса расширенного воспроизводства основных фондов. Выпуск облигаций должен быть обеспечен залогом имущества эмитента или обязательствами третьих лиц на сумму эмиссии.

Облигации – заемный капитал корпорации, поэтому является для них «долговыми» ценными бумагами. Держатели облигаций не имеют право голоса и не могут участвовать в управление компании – эмитентом обязана выплачивать проценты по облигациям. Проценты по облигациям должны выплачиваться до рассмотрения вопроса о выплате дивидендов по акциям. При ликвидации корпорации держатели облигаций имеют преимущественные права по сравнению с акционерами.

Конкретные условия выпуска облигаций указывается в специальном облигационном соглашении – своего рода договоре между компанией – эмитентом и инвесторами. Это срок или дата погашения облигации, номинал, ставка процента, вид облигации, её обеспечение и другие особенности. Документ, подтверждающий факт владения облигациями называется облигационным сертификатом. В нем указывается наименование компании – эмитента, номинал облигации, ставка процента, имя или название платёжного агента по процентам или по основной сумме долга. Особенности облигаций также зафиксированы в облигационном соглашении: право востребования, право возврата, обязательства по созданию выкупного фонда.

В облигационном соглашении может быть предусмотрено право востребования (или отзыва) корпорацией своих облигаций до наступления срока погашения. В этом случае устанавливаются условия отзыва по номиналу или с премией. Премия обычно уменьшается на установленный процент каждый год после выпуска. Когда корпорация объявляет о востребовании своих облигаций, держатели обязаны вернуть их. Исключения допускаются, когда предусмотрено «факультативное право востребования» или «отзывной опцион». Главной причиной востребования облигаций обычно является существенное снижение ставок процента по сравнению с теми, под которыми выпускались данные облигации. В этом случае корпорация может заменить их новыми, а с более низкой ставкой процента. Еще одно основание для отзыва облигаций – изменении сроков погашения долга (взамен изъятых из обращения облигаций выпускаются более долгосрочные облигации). Замена облигаций другими – с более низкими ставками процента или с измененным сроком погашения – получила название «рефинансирование». Если при выпуске предусмотрено право держателя облигации на ее возврат до наступления срока погашения, то эмитент обязан погасить облигации по номиналу. Обычно эта оговорка присутствуют, когда корпорация – эмитент оставляет за собой право изменить номинал облигации. Это фактически дает инвестору возможность выбора между новым номиналом и получением наличных. Очень часто в облигационное соглашения включается условия, что корпорация – эмитент гарантирует погашение облигаций путём регулярных отчислений прибыли на специальный счет, получивший название выкупного фонда или фонда погашения. Наличие такого фонда дает определённые гарантии инвесторам и в то же время избавляет корпорации от крупных единовременных затрат денежных средств при наступлении срока погашения облигаций.

Российский рынок корпоративных облигации существует менее 7 лет, тогда как соответствующие западные рынки имеют вековую историю. Однако даже за этот короткий период отечественный рынок проделал путь от весьма узкой и низколиквидной площадки до структуры, способной достаточно успешно удовлетворять потребности российских предприятий в капитале[[14]](#footnote-14).

Общий объем корпоративных облигаций в обращении за 2005г. увеличился по сравнению с 2004г. на 81,72% - до 411,98 млрд. рублей. Общее количество выпусков корпоративных облигаций на конец года составило 289, что на 69 больше чем в 2004г.

Расширение рынка корпоративных облигаций сопровождалось определенными изменениями в его отраслевой структуре. В частности, можно отметить рост доли облигаций компаний телекоммуникационной отрасли в 1,5 раза в совокупном обращении доли бумаг, а также появление облигаций транспортных предприятий (например, РАО «РЖД», авиакомпании «Самара» и др.).

*Таблица1.*Отраслевая структура рынка облигаций корпоративных облигаций.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Отрасль | 2005г. | | 2004г. | | 2003г. | |
| Объем, млрд. долл. | Доля, % | Объем, млрд. долл. | Доля, % | Объем, млрд. долл. | Доля, % |
| Телекоммуникации | 40,7 | 18,4 | 24,1 | 12,9 | 13,3 | 11,4 |
| Нефтегазовая | 39,8 | 18,0 | 31,5 | 16,8 | 21,5 | 18,5 |
| Финансово- банковский сектор | 38,5 | 17,4 | 40,1 | 21,4 | 24,7 | 21,2 |
| Металлургия и машиностроение | 32,0 | 14,5 | 38,2 | 20,4 | 21,2 | 18,1 |
| Пищевая | 15,8 | 7,2 | 15,1 | 8,1 | 4,2 | 3,6 |
| Транспорт | 13,4 | 6,1 | - | - | - | - |
| Энергетическая | 10,0 | 4,5 | 11,0 | 5,9 | 9,3 | 8,0 |
| Химия и нефтехимия | 8,6 | 3,9 | 7,7 | 4,1 | - | - |
| Горнодобывающая | 4,0 | 1,8 | 6,1 | 3,3 | 3,0 | 2,6 |
| Другое | 18,0 | 8,2 | 13,5 | 7,2 | 19,3 | 16,6 |
| Итого | 220,6 | 100 | 187,1 | 100 | 116,4 | 100 |

Если рассматривать изменения отраслевой структуры рынка на более длительном отрезке времени, то следует отметить значительное сокращение доли предприятий топливно-энергитического комплекса. Если в 1999-2001гг. более 90% номинального объема рынка приходилось на ценные бумаги ТЭКа, то к настоящему времени его доля не превышает 25%[[15]](#footnote-15).

На рынке корпоративных облигаций сформировался кластер «голубых фишек». Облигации, входящие в данный кластер, отличаются от других выпусков сравнительно длинными сроками до погашения (около 4 лет) и более низкой доходности .

Среди корпораций, чьи облигации следует отнести к «голубым фишкам», можно отметить РАО «РЖД», создавшие прецедент одномоментного размещения сразу трех 4 - миллиардных займов, ОАО «Газпром», сделавшее первое в истории рынка 10 – миллиардное размещение, и ОАО «Центральное телекоммуникационная компания», разместившая 7 – миллиардный займ.

В отличие от голубых фишек в кластере мелких займов (менее 1 млрд. рублей) в 2004г. практически не произошло количественных изменений[[16]](#footnote-16).

В продолжающейся тенденции в 2005г. стало удлинение сроков и объема заимствований. Так, доля корпоративных облигаций со сроком обращения от 3 до 5 лет составило 44%, от 2 до 3 лет – 36%. Средний срок обращения по данным группам составляет 1421 и 1075 дней соответственно, средний объем займа – 1,978 и 1,117млрд. рублей[[17]](#footnote-17).

Успехи в развитии рынка корпоративных облигаций достаточно очевидны. Вместе с тем нельзя не отметить, что сегодня существуют определенные препятствия и ограничения для его дальнейшего роста.

Не секрет, что сектор рублевых долговых инструментов уступает рынку еврооблигаций.

Если в первые 3 года после августовского кризиса объемы выпуска еврозаймов отечественными компаниями были крайне не значительными (суммарный объем эмиссии за 1999 – 2001гг. составил около 750 млн. долл.) и в несколько раз уступали аналогичному показателю внутреннего рынка, то начиная с 2002г. ситуация резко изменилась. К 2004г. доля внешних займов достигла почти 70%, 2005г. подтвердил эту тенденцию.

Ускоренный рост внешнего сегмента корпоративного рынка можно объяснить как объективными, так конъюнктурными факторами. К объективным факторам относятся широкие инвестиционные возможности международного рынка капитала. На сегодняшний день существуют прецеденты размещения еврооблигационных займов российскими эмитентами на сумму свыше 1млрд. долларов, что более чем в 3 раза превосходит максимальный объем эмиссии рублевых корпоративных облигаций.

Значительно разняться и сроки заимствований. В 2004 – 2005гг. состоялись успешные размещения 15 – 30-летних займов, которые на внутреннем российском рынке отсутствуют.

Безусловно, выход на рынок еврооблигаций сопряжен со значительно более крупными издержками по сравнению с внутренним рынком. Однако с точки зрения крупных эмитентов, осуществляющих размещения на 0,5 – 1 млрд. и более и на срок свыше 1о лет, такие издержки вполне оправданны и окупаемые.

К конъюнктурным факторам относятся: быстрое укрепление рубля в 2003 – 2004гг., в результате чего реальные ставки по долговым инструментам, номинированных в долларах США, стали нулевыми или даже отрицательными, поэтому российским заемщиком стало выгодно привлекать капитал в долларах и размещать средства в рублях; повышение кредитного рейтинга России до инвестиционного уровня агентствами Moody’s, Fitch и Standard & Poor’s, что позволило российским корпорациям рассчитывать на деньги крупных западных институциональных инвесторов.

Помимо конкуренции с сектором еврооблигаций, развитие рынка корпоративных облигаций сдерживают системные внутренние факторы, и, прежде всего существующие значительные временные издержки

Слишком большой временной разрыв между регистрацией проспекта эмиссии бумаг и началом их вторичного обращения серьезно затрудняет выход на рынок, резко увеличивая для эмитента финансовые риски неблагоприятного изменения конъюнктуры. Даже в рамках новой редакции закона «О рынке ценных бумаг» временные издержки хотя и заметно сокращаются, но все равно остаются весьма значительными.

Потенциально негативное влияние на рынок корпоративных займов оказывает отсутствие явных успехов в реализации пенсионной реформы и становлении рынка ипотечных ценных бумаг. Теоретически пенсионные деньги могли бы создать существенный спрос на корпоративные займы. К сожалению, пока инвестиционная активность пенсионной системы остается невысокой.

Что касается ипотеки, то в данном случае развитие рынка во многом сдерживается недостатками законодательной базы. Действия государства по формированию ипотечных компаний, пользующихся государственными гарантиями, способствовали бы появлению на рынке крупных займов эмитентов, размещающих высоконадежные бумаги объемом не менее 10 – 20 млрд. рублей.

Значительное влияние на рынок могло бы оказать дальнейшее совершенствование нормативной базы[[18]](#footnote-18).

**2.5.** ***Еврооблигации***.

Они являются воплощением новой формы государственных займов. Их размещение началось с 27 ноября 1996г. на европейских фондовых рынках. Первичное размещение осуществляли следующие банки: «Альфа-банк», «Уникомбанк» и многие иностранные банки.

В соответствии с постановлением Правительства РФ «О привлечении финансовых ресурсов с международных рынков капиталов в 1997г.» от 23 января 1997г. и Указом Президента РФ «О выпуске внешних облигационных займов органов исполнительной власти г. Москвы, Санкт-Петербурга, Нижегородской области» от 8 апреля 1997г. еврооблигации начали выпускать и субъекты РФ.

Это ценные бумаги преимущественно на предъявителя, т.е. регистрация владельца не производится. Они выпускаются и продаются в основном за пределами внутреннего рынка той валюты, в которой указано их достоинство. Вместе с тем еврооблигации динамированы в валютах, которые занимают лидирующие положение в международной торговле, прежде всего в долларах США.

На внешнем рынке эмиссия облигаций может быть подразделена на иностранный выпуск и на эмиссию еврооблигации. Иностранные облигации эмитируются нерезидентом в какой-либо стране в валюте этой страны. Еврооблигации размещаются на нескольких национальных рынках, но в валюте, являющейся иностранной по отношению к стране размещения этих ценных бумаг.

При большом многообразии финансовых инструментов на еврорынке можно выделить следующие основные их типы:

- облигации с фиксированной ставкой доходности (купонными выплатами);

- облигации с «плавающей» ставкой доходности;

- величины наиболее употребимой ставки и фиксированной положительной маржи, которая остаётся неизменной; сроки обращения таких облигаций – от 5 до 15 лет;

- два вида облигаций, связанных с акциями эмитента:

а) конвертируемые в обыкновенные акции эмитента на заранее оговоренных условиях; б) облигации с варратами на акции эмитента.

Их выпуск производился на основании разрешения Центрального банка России и Государственного таможенного комитета РФ в соответствии с решением законодательного субъекта РФ, регистрировался в Министерстве финансов РФ и обеспечивался залогом или банковской гарантией. Для осуществления выпуска эмитент должен был получить международный кредитный рейтинг не менее чем от двух ведущих международных рейтинговых служб.

Еврооблигации вызывают значительный интерес у крупных российских предприятий. Это объясняется тем, что:

1. цена заимствования относительно низкая на международном рынке капиталов по сравнению с внутренними процентными ставками и возможностью привлекать деньги на довольно длительный срок;
2. объем рынка еврооблигаций оценивается в несколько сотен миллиардов долларов;
3. на нем представлен широкий круг инвесторов из разных стран, что позволяет привлекать довольно значительные суммы;
4. размеры займов на этом рынке в среднем колеблются от 100 до 300 млн. долл.;
5. относительно слабое регулирование и гибкость рынка еврооблигаций дает возможность использовать различные схемы привлечения средств, различные типы облигаций;
6. рынок еврооблигаций не регулируются национальным законодательством, а работает по правилам, выработанным самими участниками.

Рынок еврооблигаций представлен в основном корпоративными эмитентами. Муниципальные бумаги составляют около 3% рынка. На долю одного заемщика – Газпрома – приходится 29% рынка, на долю остальных квазисуверенных заемщиков – также 29%. Впрочем, доля экспортоориентированных компаний постепенно снижается[[19]](#footnote-19).

В свою очередь Бюджетный кодекс предписывает регионам проводить заимствования только на внутреннем рынке. Закон, входящий его в действие разрешает иметь внешнюю задолжность только эмитентам, рефинансирующим уже существующие долговые обязательства. В настоящий момент единственный такой заемщик – это Москва, имеющая 2 выпуска евробондов на сумму 400млн. евро с погашением в апреле 2006г. и 374 млн. евро с погашением в октябре 2011г[[20]](#footnote-20).

Развитие рынка будет поддерживаться за счет корпоративного сектора. Скорее всего, будет происходить постепенное улучшение отраслевой структуры данного сегмента рынка.

В связи с дальнейшей интеграцией российского долгового рынка в мировую финансовую систему можно предложить рост зависимости российских облигаций от политики ФРС США, динамики мировых процентных ставок, показателей развитых и развивающихся рынков.

**Заключение**

Облигация выступает главным инструментоммобилизации средств правительством, различными государственными органами и муниципалитетами, а также отдельными компаниями.

Видов выпускаемых облигаций достаточно много и все они используются участниками рынка для получения дохода от переданных взаймы денежных средств.

Общий доход по облигациям обычно ниже, чем по другим ценным бумагам, так как они обладают большей, по сравнению с другими ценными бумагами, надежностью.

Этот вид ценной бумаги достаточно широко распространен в экономически развитых странах. Более высокая надежность облигаций обеспечивает им популярность среди инвесторов, и именно на облигации приходится более 2/3 оборота большинства крупнейших фондовых рынков мира.

Рынок облигаций возник в России в 1809г. в период правления Александра I. На протяжении всей истории развития рынка облигаций в России существовала потребность во внутреннем заимствовании для решения важных задач, стоящих перед государством.

После взятия курса новой России в начале 90-х годов на развитие рыночной экономики, появления альтернативных форм собственности, самостоятельных предприятий, современной кредитной системы, означили создание реальной базы для рынка облигаций.

На рынке облигаций появились ГКО (1993г.), ОФЗ (1995г.), ОВВЗ (1995г.), ОГСЗ (1995г.). В 1995 – 1998гг. государство оттягивало большую часть финансовых ресурсов на рынок ГКО – ОФЗ, для покрытия дефицита государственного бюджета. Однако по мере роста объема эмиссии ГКО, росли и расходы бюджета на обслуживание долга, что привело к возникновению пирамиды, которая рухнула в августе 1998г. Послекризисный период на рынке ГКО – ОФЗ характеризуется на много большей устойчивостью в силу резко сузившегося объема рынка минимальных объемов новых заимствований. Объем рынка государственных рублевых облигаций в 2005г. варьировался в пределах 550-700 млрд. руб. по номиналу.

При профицитном бюджете не удастся резко увеличить объем внутренних заимствований, так как Министерство финансов не испытывает острой потребности в них, полностью контролирует ситуацию и способен влиять на конъюнктуру через сдерживание предложений. Министерство финансов выполнило свою самую важную задачу на рынке ОФЗ – повысило привлекательность и ликвидность государственных бумаг.

Рынок внутреннего государственного долга по-прежнему характеризуется ограниченным количеством участников, что приводит к низкой ликвидности рынка и оборотов торгов. В 2007г. планируется важнейшее событие: снятие ограничений на все операции нерезидентов на внутреннем рынке государственного долга.

В 1992г. появились первые выпуски облигаций, эмитированных региональными и местными органами власти. Однако финансовый кризис 1998г. отразился и на рынке муниципальных облигаций. На нем долгое время царил застой. С 2002г. рынок региональных облигаций находится на подъеме. Объем рынка региональных облигаций в 2005г. составил 146,14 млрд. рублей.

В целом тенденцией на рынке региональных и муниципальных облигаций в 2005г. стало удлинение сроков и объема заимствований. Преобладают выпуски со сроком обращения от 3 до 5 лет, на них приходится 42% рынка по объему.

Структура рынка муниципальных облигаций носит ассиметричный характер. Здесь занимают лидирующее положение Москва и Санкт – Петербург, на долю двух городов в объеме региональных и муниципальных облигаций, находящимся в обращении, приходится чуть меньше 60%, то их доля в обороте биржевого вторичного рынка составляет уже примерно 75%. Это связано с неоднородным развитием регионов. Число новых регионов, впервые выходящих на рынок, остается крайне незначительным. Для решения данной проблемы необходимо продолжение политики укрупнения регионов. Что позволит дотационным районам и областям воспользоваться возможностями публичного рынка для реализации инвестиционных проектов. Введение целевых займов позволило бы решить проблему привлечения средств для реализации инвестиционных проектов в небольших дотационных регионах и муниципалитетах.

Для повышения спроса на муниципальные облигации необходимо расширить число инвесторов за счет снятия законодательного ограничения государственному пенсионному фонду вкладывать средства в региональные ценные бумаги.

Рынок корпоративных облигаций существует менее 7 лет, однако он развивается особенно быстрыми темпами. Общий объем корпоративных облигаций в обращении за 2005г. достиг 411,98 млрд. рублей. Продолжающейся тенденцией стало удлинение сроков и увеличение объема заимствований. Отраслевая структура рынка плавно приближается к эффективной. Если раньше 1999 – 2001гг. более 90% номинального объема рынка приходилось на ценные бумаги ТЭКа, то к настоящему времени его доля не превышает 25%. Можно отметить рост доли облигаций компаний телекоммуникационной отрасли в 1,5 раза в совокупном обращении доли бумаг, а также появление облигаций транспортных предприятий. Однако есть препятствия, которые ограничивают его дальнейший рост. Прежде всего, сектор рублевых долговых облигаций уступает рынку еврооблигаций.

Ориентируясь на иностранных инвесторов, не следует забывать, что они не единственный источник «дешевых» и «длинных» денег. В стане быстро развивается внутренняя база инвесторов – пенсионных фондов, страховых и управляющих компаний, ПИФов. Снятие законодательных ограничений, запрещающие, затрудняющие покупку ценных бумаг на внутреннем рынке способствовало бы аккумуляции значительных финансовых ресурсов.

Рынок еврооблигаций представлен в основном корпоративными эмитентами. На долю одного заемщика – Газпрома – приходится 29% рынка. Развитие рынка будет поддерживаться за счет корпоративного сектора. Скорее всего, будет происходить постепенное улучшение отраслевой структуры данного сегмента рынка.

В связи с дальнейшей интеграцией российского долгового рынка в мировую финансовую систему можно предложить рост зависимости российских облигаций от политики ФРС США, динамики мировых процентных ставок, показателей развитых и развивающихся рынков.

# Список используемой литературы

1. Алферов В. Рынок российских региональных облигаций: итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг -2006. - № 6.
2. Баринов В.Т. Муниципальные облигации. Выпуск и размещение. – М.: Русская Деловая Литература, 1997. – 160с.
3. Баринов Э.А., Хмыз О.В. Рынки: валютные и ценных бумаг. – М.: «Экзамен», 2001. – 608с.
4. Бондарь Т. Рынок региональных и муниципальных облигаций: итоги 2004г. и оценка перспектив // Рынок ценных бумаг - 2005. - №9
5. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебник для вузов. / Под ред. проф. О.И. Дегтяревой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова. - М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2003. – 501с.
6. Каратуев А.Г. Ценные бумаги: виды и разновидности. Учебное пособие.

М.: Русская Деловая Литература, 1997. – 256с.

1. Ценные бумаги: Учебник. / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – 2-е изд. перераб. И доп. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 448с.: ил.
2. Лексин В., Швецов В. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной реформы // Российский экономический журнал - 1998. - №6.
3. Литвяков А. Тенденции развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций // Рынок ценных бумаг - 2005. - № 18.
4. Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. М.: Современная экономика и право, 2001г. – 475 с.
5. Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг - 2006. - №3.
6. Потемкин А. Рынок корпоративных облигаций в России: выбор оптимальной модели развития //Рынок ценных бумаг - 2005. - № 8.
7. Рей. К. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками: Пер. с англ. - (серия «Зарубежный экономический учебник»). – М.: Дело, 1999. – 600с.
8. Четыркин Е.М. Облигации: Теория и таблицы доходности. – М.: Дело, 2005 – 256с.

1. Полный сборник кодексов РФ. Издательство ЗАО «Славянский дом книги», 2000. – 800с. - с.102. [↑](#footnote-ref-1)
2. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 349с. – с. 80 – 84. [↑](#footnote-ref-2)
3. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. Учебник для вузов. / Под ред. проф. О.И. Дегтяревой, проф. Н.М. Коршунова, проф. Е.Ф. Жукова. - М.: ЮНИТИ – ДАНА, 2003. – 501с. – с.351 – 361.

   [↑](#footnote-ref-3)
4. Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. М.: Современная экономика и право, 2001.– 475 с. – с. 161 -163.

   [↑](#footnote-ref-4)
5. Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. М.: Современная экономика и право, 2001. – 475 с. – с. 163 -164.

   [↑](#footnote-ref-5)
6. Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг - 2006. - №3. - с. 17 - 18.

   7Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. М.: Современная экономика и право, 2001. – 475 с. – с. 164 -165.

   [↑](#footnote-ref-6)
7. [↑](#footnote-ref-7)
8. Митин Б.М. Ценные бумаги: налоги, учет, правовое регулирование. М.: Современная экономика и право, 2001. – 475 с. – с. 165 -167. [↑](#footnote-ref-8)
9. Лексин В., Швецов А. Региональные и местные займы в контексте финансово-бюджетной реформы // Российский экономический журнал - 1998. - №6. – с. 14 – 15.

   10 Бондарь Т. Рынок региональных и муниципальных облигаций: итоги 2004г. и оценка перспектив // Рынок ценных бумаг. - 2005. - №9. – с. 69. [↑](#footnote-ref-9)
10. [↑](#footnote-ref-10)
11. 11 Бондарь Т. Рынок региональных и муниципальных облигаций: итоги 2004г. и оценка перспектив // Рынок ценных бумаг - 2005. - № 9. - с. 70 – 71.

    12 Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг - 2006. - № 3. – с. 19. [↑](#footnote-ref-11)
12. [↑](#footnote-ref-12)
13. 13 Алферов В. Рынок российских региональных облигаций: итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг - 2006. - № 6. – с. 64 - 68. [↑](#footnote-ref-13)
14. 14 Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг -2006. - № 3. – с. 18.

    15 Потемкин А. Рынок корпоративных облигаций в России: выбор оптимальной модели развития // Рынок ценных бумаг - 2005. - № 8 – с. 12 – 13. [↑](#footnote-ref-14)
15. [↑](#footnote-ref-15)
16. 16 Потемкин А. Рынок корпоративных облигаций в России: выбор оптимальной модели развития //Рынок ценных бумаг - 2005г. - № 8 – с. 11 – 12. [↑](#footnote-ref-16)
17. 17 Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг – 2006. - № 3 – с. 18 – 19. [↑](#footnote-ref-17)
18. 18 Потемкин А. Рынок корпоративных облигаций в России: выбор оптимальной модели развития // Рынок ценных бумаг - 2005. - № 8. – с. 15. [↑](#footnote-ref-18)
19. 19 Пашкова Н. Облигации – сектор активного роста. Итоги 2005г. // Рынок ценных бумаг – 2006. - № 3. – с. 20. [↑](#footnote-ref-19)
20. 20 Литвяков А. Тенденции развития рынка субфедеральных и муниципальных облигаций // Рынок ценных бумаг – 2005 - № 18 – с. 67. [↑](#footnote-ref-20)