

**Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации**  
**Департамент финансовых рынков и банков**

**Нишатов Николай Петрович**

**Учебное пособие**

**Рынок государственных и муниципальных  
ценных бумаг**

**для студентов бакалавриата  
экономических направлений подготовки**

**Москва 2019**

## Аннотация.

В учебном пособии рассмотрены различные аспекты функционирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в Российской Федерации в сопоставлении с развитыми зарубежными рынками. Определяются роль и место рынка государственных и муниципальных заимствований в финансовой системе государства. Освещаются вопросы возникновения и эволюции рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в России. Рассматриваются причины и последствия кризисов современного фондового рынка страны, а также меры по их преодолению. Приводится классификация государственных и муниципальных ценных бумаг, характеризуется система рейтинговой оценки облигаций международными и российскими рейтинговыми агентствами. Рассмотрены вопросы стоимостной оценки долговых инструментов, технологий эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг, а также системы регулирования этого рынка. Отражены современные особенности крупнейших национальных рынков государственных и муниципальных ценных бумаг.

Учебное пособие включает также словарь понятий и терминов, используемых на рынке долговых инструментов.

Для студентов уровня подготовки бакалавр, обучающихся по экономическим направлениям, а также для всех заинтересованных данной проблематикой лиц.

## Содержание

Предисловие .....	4
Глава 1. Роль и место рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в финансовой системе государства .....	5
Глава 2. Появление и эволюция рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в России .....	10
Глава 3. Влияние кризисов на рынок государственных и муниципальных ценных бумаг .....	34
Глава 4. Классификация и рейтинг облигаций .....	42
Глава 5. Стоимостная оценка облигаций .....	52
Глава 6. Технологии эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг .....	57
Глава 7. Регулирование рынка государственных и муниципальных ценных бумаг .....	61
Глава 8. Особенности крупнейших национальных рынков государственных и муниципальных ценных бумаг .....	68
Словарь понятий и терминов .....	77
Список литературы .....	110
Приложение .....	112

## **Предисловие.**

Рынок государственных и муниципальных ценных бумаг выступает неотъемлемым атрибутом финансовой системы любой экономически развитой страны и является составной частью фондового рынка в целом. Государственные и муниципальные ценные бумаги преобладают среди инструментов внутренних заимствований на рынке ценных бумаг многих стран. В Российской Федерации, в настоящее время, при объективной ограниченности доступа к внешним источникам финансирования, остро актуален вопрос привлечения инвестиций для развития экономики. Поэтому в стране уделяется повышенное внимание расширению внутренних заимствований, в частности посредством государственных долговых инструментов. Можно утверждать, что сегодня растут не только объемы выпусков и разнообразие видов государственных ценных бумаг, но происходит и развитие технологий их эмиссии и обращения. Очевидно, что в ближайшей перспективе эта тенденция будет сохраняться.

Активное развитие рынка государственных и муниципальных ценных бумаг требует наличия квалифицированного менеджмента. Поэтому важно изучение, оценка и распространение передового отечественного и зарубежного опыта функционирования этого рынка, особенно в условиях перехода к цифровой экономике. Отмеченное выше послужило основанием для создания отдельного учебного пособия по проблематике российского рынка государственных и муниципальных ценных бумаг, выделенного из дисциплины «Финансовые рынки», изучаемой студентами экономических направлений уровня подготовки бакалавр.

## Глава 1. Роль и место рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в финансовой системе государства

**Финансовая система** представляет собой установленные и организованные определенным образом финансовые отношения государства и включает в себя:

- финансовые отношения государства с различными субъектами экономики;
- денежные фонды государства;
- правила, законы, нормативные акты, регулирующие финансовую систему государства;
- финансовые институты - Минфин, налоговая служба, счетная палата и др.

Государственный бюджет занимает центральное место в финансовой системе государства. Через него проходит значительная часть национального дохода любой страны.

Принципы организации государственных бюджетов в разных странах различны.<sup>1</sup>

Единый государственный бюджет существует в странах с унитарным устройством. В этом случае нижестоящие бюджеты включаются в него и не являются самостоятельными. В государствах с федеральным устройством выделяют три уровня бюджета:

- федеральный бюджет;
- региональные бюджеты;
- местные бюджеты или бюджеты муниципальных образований.

Неотъемлемым атрибутом финансовой системы любой экономически развитой страны выступает рынок государственных и муниципальных ценных бумаг, являющийся составной частью фондового рынка в целом. Государственные и муниципальные ценные бумаги, как показывает мировая

---

<sup>1</sup> [https://vuzlit.ru/184677/rynok\\_gosudarstvennyh\\_zaimstvovaniy](https://vuzlit.ru/184677/rynok_gosudarstvennyh_zaimstvovaniy)

практика, являются основными инструментами внутренних заимствований, позволяя привлекать значительные денежные средства на приемлемых условиях. Наряду с кредитными договорами, договорами о предоставлении гарантий и др., они выступают одной из основных форм долговых обязательств. Кроме того, рынок государственных ценных бумаг широко используется центральными банками как инструмент осуществления денежно-кредитной политики, в частности при регулировании денежной массы в обращении, ликвидности банковской системы и уровня процентных ставок.

Одной из главных целей привлечения денежных ресурсов на рынке ценных бумаг государством и органами местного самоуправления (муниципальными образованиями) является финансирование дефицита соответствующих бюджетов, в результате чего образуется государственный и муниципальный долг. Для финансирования бюджетного дефицита используются внешние и внутренние заимствования, поэтому классификация долга на внешний и внутренний является основополагающей. Долги внешний и внутренний имеют определенные социальные различия. Внешний долг – долг страны перед другими странами и международными финансово-кредитными организациями. Внутренний долг – заимствования государства и органов местного самоуправления (муниципальных образований) у субъектов рынка и физических лиц. Оба вида долга выступают объективной реальностью общественных экономических отношений.

Для эффективного функционирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг важным условием выступает его высокая ликвидность, снижающая риски инвесторов по управлению собственными портфелями, а также их издержки при заключении сделок. Ликвидный вторичный рынок способен существенно сократить затраты при первичном размещении государственных и муниципальных ценных бумаг, а также предоставить центральным банкам широкий набор инструментов для проведения эффективной денежно-кредитной политики. Поэтому проблемы

повышения ликвидности рынка государственных и муниципальных ценных бумаг актуальны для органов власти большинства стран.

**Государственные облигации** – ценные бумаги, подтверждающие долг определенной суммы или иного эквивалента правительства страны - эмитента облигаций, ее владельцам. Государственные облигации в РФ выпускает Министерство финансов Российской Федерации (например, Облигации Федеральных Займов - ОФЗ), а также министерства финансов субъектов Российской Федерации (облигации субъектов Федерации или субфедеральные облигации). В других странах, например, в США, государственные облигации, называемые трежерис (treasures), выпускает Казначейство США (US Treasury). Министерства финансов или казначейства разных стран выпускают государственные облигации под собственные гарантии.

Цели эмиссии государственных облигаций:

- Покрытие общего дефицита государственного бюджета.

Для покрытия общего дефицита бюджета государства выпускают среднесрочные и долгосрочные облигации.

- Покрытие кассовых разрывов бюджета (временный дефицит).

Для покрытия кассовых разрывов бюджета выпускаются краткосрочные облигации.

- Привлечение капитала для осуществления крупных государственных проектов. Государством выпускаются целевые облигации, например, для финансирования строительства федеральных дорог, развития отдельных секторов экономики и т.п.

- Привлечение ресурсов для погашения различных задолженностей, в частности по другим ценным бумагам (рефинансирование долгов).

Государственные облигации считаются наименее рисковыми и наименее доходными в сравнении с прочими финансовыми инструментами. Тем не менее в мировой практике, в частности в российской, имели место

прецеденты отказа государственных эмитентов выполнять свои долговые обязательства (объявление дефолта). Доходность существенно различается по странам и выпускам государственных облигаций. В развитых странах она, безусловно, ниже, чем в развивающихся. Кроме того, существует зависимость доходности от срока обращения облигаций – чем больше срок обращения, тем выше доходность, т.к. выше риск.

**Муниципальные облигации** выпускаются органами местного самоуправления (муниципальными образованиями), в частности, крупными городами (исключение - Севастополь, Москва и С. Петербург являющиеся субъектами Российской Федерации), под гарантии муниципальной собственности. Они схожи с государственными облигациями, но отличаются целями и объемом эмиссии. В Российской Федерации государство не несет ответственности по обязательствам, связанным с муниципальными облигациями.

В соответствии с Бюджетным кодексом РФ государственным долгом Российской Федерации признаются «... долговые обязательства Российской Федерации перед физическими и юридическими лицами, иностранными государствами, международными организациями и иными субъектами международного права, включая обязательства по государственным гарантиям, предоставляемым Российской Федерацией». Ликвидность российского рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в настоящее время недостаточно высока по сравнению с экономически развитыми странами. Ее повышение могло бы позволить российским органам государственной и муниципальной власти:

- использовать рынок как стабильный и низко затратный источник покрытия дефицита соответствующих бюджетов;
- осуществлять постепенную переориентацию с внешних на более выгодные внутренние заимствования, к чему стремятся в большинстве экономически развитых стран;

- привлекать больше инвестиций для реализации государственных целевых программ по модернизации российской промышленности;
- осуществлять эффективное экономическое регулирование финансовой системы;
- обеспечивать отток части денежных средств с валютного рынка, снижая тем самым давление на национальную валюту;
- предоставлять институциональным инвесторам долгосрочные высоконадежные активы, в особенности пенсионным фондам в связи с реформированием пенсионной системы страны.

## **Глава 2. Появление и эволюция рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в России**

Первые в мире государственные ценные бумаги появились в недрах феодализма. В период XVII - XVIII веков они стали играть роль альтернативного инструмента привлечения государствами временно свободных финансовых ресурсов. Причины их появления были связаны с потребностью финансирования всё возрастающих государственных расходов, предоставлением межгосударственных займов и с другими целями. Появление первых государственных ценных бумаг ознаменовало создание и рынков их обращения, т.е. сфер, где они продавались и покупались. Первые рынки ценных бумаг возникли в этот же период в развитых странах западной Европы.

### **Российская Империя**

Возникновение российского рынка ценных бумаг исторически восходит к эпохе правления Екатерины II, когда в 1769 г. Россией был размещён в Голландии (Амстердам) первый государственный внешний заем. В дальнейшем государство продолжало регулярно покрывать свои потребности в финансовых ресурсах за счёт размещения крупных займов на зарубежных рынках.

Государственные ценные бумаги Российской Империи на внутреннем рынке появились при правлении Александра I в связи с известным Высочайшим указом от 25 марта 1809 г., определившим основные правила и условия их выпуска и обращения. В 1817 г. была сформирована Государственная комиссия погашения долгов, в ведении которой находились государственные процентные бумаги.

Первые российские внутренние займы приносили доход в размере 6% годовых с дополнительным премиальным одним процентом (грация), которые выплачивались ежегодно. Их доходность была выше, нежели предоставляемая государственными кредитными конторами, поскольку последние в силу традиций и ряда других факторов пользовались

повышенным доверием широкой публики. Кроме того, государственные ценные бумаги, т.е. облигации принимались в качестве залогов, откупов, казённых сборов и пошлин, что также было призвано способствовать повышению их привлекательности.

Государство стало регулярно использовать и этот канал привлечения финансовых ресурсов в казну, однако покрытие дефицита бюджета за счёт него не превышало 10% вплоть до середины XIX века. Основная доля поступлений в казну шла за счёт внешних займов. С этого времени российские государственные облигации начали активно обращаться на биржевом и внебиржевом рынках страны.

В течение XIX - начала XX веков российский державный бюджет отличался хроническим дефицитом, поэтому государство систематически осуществляло эмиссии облигаций (Приложение 1). 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, в то время как обратная процедура требовала от них определённых расходов.

По периоду обращения облигаций государственные займы Российской Империи делились на краткосрочные, среднесрочные, долгосрочные и бессрочные. Продолжительность обращения краткосрочных бумаг составляла от 3 до 12 месяцев, а их номинал не превышал 500 руб. Эмитентом выступало Министерство финансов. Объём непогашенной задолженности, который по этим займам первоначально ограничивался суммой 50 млн. руб., в начале XX века 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, период обращения которых составлял 4 и 8 лет соответственно для разных серий, а номинал устанавливался в размере 50 руб. Первые выпуски этих бумаг приносили доход в размере 3% годовых, а доходность последующих серий достигала 4%. Они имели льготы по налогообложению дохода, а также принимались Государственным банком и Казначейством во все виды платежей по номинальной стоимости. Билеты Государственного казначейства сохраняли свою платёжеспособность на протяжении ещё 10 лет после завершения установленного при эмиссии срока обращения и по существу выполняли функции процентных денег.

Долгосрочные облигации в России выпускались на период 50 - 80 и более лет и вместе с бессрочными займами занимали доминирующее положение в структуре государственного долга. Бессрочные займы приносили владельцам облигаций 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 путём их свободной скупки на бирже. Последний вариант объясняет очень долгое нахождение в обращении отдельных выпусков российских бессрочных бумаг, эмитированных ещё в начале XIX века.

Завершая характеристику государственных ценных бумаг Российской Империи, следует упомянуть и т.н. гарантированные бумаги. К ним относились, как правило, акции и облигации российских железнодорожных компаний, имевшие срочные или бессрочные правительственные гарантии. Наличие таких гарантий обеспечивало держателям бумаг безусловное получение в срок установленных процентов и минимальных дивидендов,

несмотря на проблемы, возникавшие у эмитентов. Такая практика позволяла стимулировать привлечение капитала, особенно иностранного, в частный сектор экономики страны.

И, наконец, в третьей четверти XIX века, в период правления Александра II, на российском рынке появились долговые **ценные бумаги городов**, т.е. местных органов власти. Их привлекательность существенно уступала государственным облигациям, несмотря на повышенную доходность. Они имели хождение, как правило, только в тех регионах, где были выпущены, а также обладали довольно длительными сроками обращения - до 50 лет и более. Из-за ограниченности региональных ресурсов значительная их часть размещалась за границей. Российские местные ценные бумаги долгое время были редким явлением, как на внутреннем, так и на зарубежных рынках и лишь в начале XX века этот рынок немного оживился. В этот период более 60 городов России выпускали местные займы, однако подавляющая часть их эмиссии всё же была сосредоточена в нескольких крупных центрах, в частности в С. Петербурге и Москве (Приложения 2 и 3).

Торговля ценными бумагами в Российской Империи проводилась, главным образом, **фондовыми отделами товарных бирж** и Государственным банком, при посредничестве коммерческих банков. Операции с ценными бумагами первых выпусков государственных займов начали проводиться С. Петербургской товарной биржей, а затем и Московской. Ими были разработаны и использованы на практике первые правила осуществления фондовых операций, которые в последующем были усовершенствованы и распространены на других участников биржевого рынка. Позже к торговле ценными бумагами приобщились и региональные биржи, крупнейшими из которых были Варшавская, Киевская, Одесская, Рижская, Харьковская и др.

Биржевая публика, посещавшая фондовые отделы, делилась на ряд категорий: действительные члены, постоянные посетители, представители

Министерства финансов и гости. Первыми являлись агенты банковских учреждений и отдельные лица, обладавшие т.н. промысловыми свидетельствами первого разряда на проведение банковских операций. Они, без посредничества фондовых маклеров, могли заключать биржевые сделки, используя своих уполномоченных и подручных. Вторыми были лица, обладавшие т.н. промысловыми свидетельствами первой купеческой гильдии, и наделённые правом заключения сделок только при посредничестве биржевых маклеров. Представители Министерства финансов осуществляли установленные законом надзорные функции за биржевой деятельностью и проводили сделки с ценными бумагами и валютой от имени и за счёт Государственного банка и Казначейства. Гости, при наличии рекомендаций действительных членов, допускались на биржу без права заключения сделок. Прочая публика, как правило - мелкие инвесторы, не имея доступа на биржу, могла осуществлять фондовые сделки через посредников, открывая специальные счета в банках для оплаты необходимых расходов и зачисления полученных доходов.

Руководство деятельностью фондовых отделов товарных бирж осуществлялось Советами, избираемыми на общих собраниях действительных членов, персональный состав которых подлежал утверждению Министерством финансов. Круг функций, выполняемых Советами, включал: разработку и утверждение правил фондовых сделок; принятие решений о допуске ценных бумаг к котировке; установление размеров вознаграждений маклеров; урегулирование споров по сделкам; определение порядка проведения общих собраний и др.

Маклеры, назначаемые на должность Министерством финансов по представлению Советов фондовых отделов бирж, выполняли исключительно посреднические функции, т.е. не имели права совершать операции от своего имени и за свой счёт. Их вознаграждение по основным видам ценных бумаг составляло 0,1% от суммы сделки с каждого её участника.

Информация по совершённым сделкам обобщалась котировочной комиссией для составления сводных бюллетеней котировок ценных бумаг, которые публиковались в таких известных в то время изданиях, как Биржевые ведомости и Торгово-промышленная газета, а также представлялись в Министерство финансов.

Начало Первой мировой войны ввергло фондовый рынок Российской Империи, как и многие другие европейские рынки, в глубокий кризис. К середине 1915 г. на нём наметилась тенденция оживления деятельности, однако политическая нестабильность в стране не позволила фондовому рынку полностью восстановиться.

### **Временное правительство**

После февральских событий 1917 г. экономическое положение страны стало серьёзно ухудшаться. Рост военных расходов, высокие темпы инфляции и огромный государственный долг, доставшийся от прежнего режима, вынудили Временное правительство срочно изыскивать возможности привлечения финансовых ресурсов. Из двух главных источников - получения новых кредитов у военных союзников и осуществления внутренних заимствований, ставка была сделана главным образом на второй. С этой целью были подтверждены все прежние государственные долговые обязательства, существенно упрощён порядок акционирования, а также либерализован допуск иностранного капитала на российский фондовый рынок, что вскоре позволило его относительно стабилизировать.

Крупнейшие банки страны подписали соглашение с Министерством финансов о размещении т.н. Займа свободы 1917 г. - первой эмиссии долгосрочных облигаций Временного правительства (Приложение 4). Вследствие высокой инфляции в стране результативность его размещения оказалась чрезвычайно низкой. Поэтому, одновременно с этим, были

предприняты попытки выпуска ещё двух займов - выигрышного и железнодорожного, но они также не имели успеха (Приложение 5).

Ещё одной неудачной и последней попыткой Временного правительства стал проект принудительного "Российского государственного 5,5% военного ликвидационного займа 1917 г."

Срок его обращения по проекту составлял 20 лет, а объём - 10 млрд. руб. Заем был предназначен для подписки среди строго определённых 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.

Таким образом, в начале XX века российский рынок ценных бумаг окончательно сформировался - как структурно, так и функционально, достигнув апогея в 1914 г. Однако, по степени развития, в силу объективных причин, он в целом отставал от западных соседей, особенно Германии, Франции, Англии и США, а к концу 1917 г. - практически прекратил своё существование.

### **РСФСР и СССР**

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

Возрождение рынка ценных бумаг в стране началось с переходом к Новой экономической политике (НЭП). **Государственные заимствования** на внутреннем рынке возобновились в 1922 - 1923 гг., когда была проведена не имевшая ранее аналогов эмиссия облигаций первого и второго хлебных займов (Приложение 6), 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, составлял 100 и 10 пудов ржи - соответственно для первого и второго займов. Облигации хлебных и сахарного займов принимались в уплату существовавшего тогда натурального налога и были привлекательными для граждан, особенно занятых в сельском хозяйстве. Натуральные займы имели очевидный успех, благодаря им 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 1922 г.<sup>2</sup> (Приложение 7). Период его обращения превышал 11 лет, а продажа облигаций, выплата доходов, в т. ч. выигрышей, осуществлялись в рублях по курсу, привязанному к золоту. Заем отличался широким спектром преимуществ для владельцев, в частности освобождением доходов от налогов, ежегодными тиражами выигрышей, возможностью залога облигаций и др., однако успеха не имел. Это послужило вынужденной причиной организации его принудительного размещения, что стало широко практиковаться с этих пор. Принудительно размещались: второй государственный выигрышный заем 1924 г.; ряд специальных займов для аккумуляции временно свободных денежных ресурсов государственных предприятий и учреждений; займы

---

<sup>2</sup> Официальное название – Государственный внутренний долгосрочный 6%-ный с выигрышами заем 1922 г.

индустриализации, укрепления крестьянского хозяйства, предназначенные для государственных служащих и рабочих и др. Однако, в период 1922 - 1926 гг. выпускались и добровольные долгосрочные и среднесрочные займы, например, т.н. крестьянские (Приложение 8). Они были вполне привлекательными для вкладчиков, но недостаточно эффективными для государства, поэтому со временем их выпуск был прекращён.

В 1924 - 1925 гг. предпринимались меры для преодоления синдрома принудительных займов. Наркомат финансов практиковал фондовые интервенции, т.е. активно скупал государственные ценные бумаги, что способствовало значительному оживлению этого рынка. Купля - продажа государственных ценных бумаг изначально проводилась Госбанком, специальными банками и сберегательными кассами, а в результате реорганизации 1927 - 1928 гг. первичного и вторичного рынков, единственным посредником между государством и населением стал выступать институт сберкасс. Все расходы по обслуживанию государственных займов финансировались за счёт бюджета страны.

В период с начала 30-х по 1957 г. правительство разместило всего 45 займов, тогда как в 20-е годы было выпущено в общей сложности 24 государственных займа. Число эмиссий относительно сократилось, однако объём заимствований несравненно возрос, что было причиной влияния ряда объективных факторов на развитие экономики страны в этот период (Приложения 9 - 15). Объём заимствований государства в довоенное время составил около 50 млрд.руб., а в течение 1941 - 1945 гг. - более 76 млрд.руб.<sup>3</sup>

После войны, параллельно с денежной реформой, была проведена конверсия займов, распространённых среди населения в период 1936 – 1946 гг., в облигации Государственного 2%-го займа 1948 г. Одновременно с этим проходило размещение новых займов. Всего, начиная с 1947 г., были

---

<sup>3</sup> Рынок ценных бумаг: учебник для прикладного бакалавриата / под ред. Ю.А. Соколова. –М.: Издательство Юрайт, 2014. С. 23.

выпущены облигации 11 займов на сумму около 26 млрд.руб. (в масштабе цен, после реформы 1961г.). 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 компенсировалась политическим давлением в ходе их размещения. Нередко часть заработной платы трудящихся принудительно выдавалась облигациями. Это позволяло правительству осуществлять крупномасштабные заимствования среди широких слоёв населения. В 50-е годы, например, число держателей гособлигаций превышало 70 млн. чел.

Государство, привлекая огромные денежные ресурсы, не обеспечивало эффективности их использования и поэтому не всегда своевременно справлялось со своими обязательствами по займам. В таких случаях, исходя из мирового и отечественного опыта, обычно предпринимались конверсии одних займов в другие. В СССР в апреле 1957 г. 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 объявленных сроков - с 1974 г. и завершилось к концу 1991 г. В 60-е годы было осуществлено размещение лишь одного государственного 3%-го выигрышного займа, завершившего своё обращение в начале 80-х. Практика масштабных заимствований возобновилась с выпуском в 1982 г. нового 3%-го выигрышного займа (Приложение 16). Облигации свободно продавались и покупались государством в течение всего срока обращения, а в 1990 - 1991 гг. 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 1990 г. среди населения начал распространяться целевой беспроцентный заем, погашение которого планировалось через три года дефицитными в то время товарами длительного пользования, аналогично натуральным займам 20-х годов. Однако высокий уровень инфляции в стране вскоре привёл к прекращению его размещения.

Произошёл также выпуск государственных казначейских обязательств 1990 г., сроком на 16 лет и доходностью 5%, предназначенных для населения. Вскоре, в целях повышения их привлекательности, срок обращения пришлось снизить вдвое, а доходность повысить в том же размере. Предпринятые меры лишь ненадолго оживили реализацию этих бумаг.

В это же время, на шестнадцатилетний срок, произошла эмиссия облигаций Государственного внутреннего 5%-го займа СССР 1990 г., предназначенного для добровольного размещения среди юридических лиц и общественных организаций, с ежегодной выплатой им купонного дохода в безналичной форме. Участь бумаг немногим отличалась от предыдущих выпусков.

И, наконец, в середине 1991 г. 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 Российская Федерация. Государство приступило к новым заимствованиям на рынке ценных бумаг (Приложение 17).

## Российская Федерация

**Государственные ценные бумаги**, как отмечалось выше, удостоверяют долговые отношения между государством, в лице органов государственной исполнительной власти, и инвесторами. Помимо органов государственной исполнительной власти, эмитентами этих инструментов могут выступать специализированные учреждения, например, кредитно-финансовые, находящиеся в государственной собственности. Вложения в государственные ценные бумаги отличаются высоким уровнем надежности, а также, в ряде случаев, льготным режимом налогообложения доходов. Эта сфера в РФ регулируется законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29.07.1998 № 136-ФЗ.

В подавляющем большинстве государственные ценные бумаги представлены облигациями. Объем их эмиссии и, соответственно государственного долга, в большинстве стран с начала XXI века имеет тенденцию к росту, что в основном связано с финансированием бюджетного дефицита. Пример соотношения валового (внутреннего и внешнего) государственного долга с ВВП отдельных стран характеризует таблица 1.

Таблица 1.

Государственный долг отдельных стран в процентах от ВВП на 2018 год<sup>4</sup>

Место по уровню долга	Страна	Размер долга
1	Япония	250,91
9	США	107,48
14	Франция	98,84
29	Великобритания	87,92
56	Германия	65,88
95	КНР	49,32
175	Россия	19,43
185	Макао	0,0

Относительно низкий уровень валового государственного долга РФ, приведенный в таблице, еще в 2012 г. составлял по статистике, публикуемой Международным валютным фондом (МВФ), лишь 11%.

<sup>4</sup> URL: [www.fincan.ru](http://www.fincan.ru). Государственный долг стран мира 2018 в % от ВВП.

Помимо финансирования бюджетного дефицита, эмиссия государственных ценных бумаг служит инструментом денежно-кредитного регулирования экономики. Операции на открытом рынке (купля-продажа центральными банками государственных облигаций) выступают главным способом регулирования денежной массы в обращении развитых стран.

Процентная ставка по государственным облигациям играет роль ориентира (эталона или benchmark) для эмитентов других долговых инструментов. Поэтому правительства отдельных стран, не имеющих бюджетного дефицита, проводят эмиссии государственных облигаций (Гонконг, Норвегия, Сингапур). В Великобритании в обращении находятся т.н. «вечные» государственные облигации или консоли (consoles), не имеющие срока погашения, обладающие самой высокой надежностью. Их невысокая процентная ставка также является ориентиром на рынке ценных бумаг.

Статус государственных ценных бумаг в Российской Федерации, в соответствии с законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг», имеют только облигации федерального уровня и уровня субъектов Российской Федерации. Муниципальные облигации, эмитируемые органами местного самоуправления - муниципальными образованиями, не имеют государственного статуса. Объемы эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг регулируются Бюджетным кодексом РФ. Эмитентом облигаций федерального уровня выступает Министерство финансов РФ, а облигаций субъектов Федерации – органы исполнительной власти субъектов Федерации.

Россия осуществляет эмиссии внутренних и внешних государственных облигационных займов. Государственные облигации делятся на рыночные (ГКО, ОФЗ), нерыночные (ГСО, ОНЗ, ОГСЗ) и международные (ОВВЗ, ОГВЗ, ОВОЗ).



Рисунок 1. Виды государственных облигаций Российской Федерации.<sup>5</sup>

### Рыночные

- номинированы в рублях;
- торгуются на бирже;
- не имеют ограничений по кругу инвесторов.

### Нерыночные

- номинированы в рублях;
  - не обращаются. Для этих бумаг введен запрет на их вторичное обращение или залог. Для некоторых бумаг (ОГСЗ и ОНЗ) предусмотрен исключительно внебиржевой режим их первичного размещения;
- имеют ограничения по кругу инвесторов.

### Международные

- номинированы в валюте;
- ограниченно рыночный характер;
- имеют ограничения по кругу инвесторов.

Основными видами рыночных облигаций внутренних государственных займов являются:

- Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО).

<sup>5</sup> Электронный учебник «Финансовые рынки», 2013. Тема 7.  
 URL: <https://finmarketstudy.wordpress.com/finmarket-credit/textbook/>

Находились в обращении с 1993 по 2006 г. Цель эмиссии – финансирование бюджетного дефицита. В настоящее время обращение отсутствует, но сохраняется потенциальная возможность его возобновления. Номинал первых (до 1998 г.) эмиссий облигаций составлял 1000 руб., а сроки обращения – 3, 6, и 12 месяцев в зависимости от серии. Инвесторы получали доход за счет скидки к номиналу (дисконта) при покупке облигаций.

ГКО ознаменовали первую удачную попытку реализации электронной (бездокументарной) технологии эмиссии ценных бумаг в России. Биржевые аукционы по первичному размещению ГКО проходили еженедельно, а вторичные торги – ежедневно. Объем эмиссии ГКО возрастал невероятно высокими темпами, а их доходность к середине 1998 г. достигла чрезвычайно высокого уровня – 50-60%.<sup>6</sup> Несмотря на беспрецедентный рост расходов по обслуживанию займов, острая потребность в финансировании бюджетного дефицита вынуждала государство проводить эмиссии в таком режиме.

В связи с резким обострением проблемы хронически дефицитного бюджета, в частности за счет падения цен на нефть, 17 августа 1998 г. Минфин РФ был вынужден объявить дефолт по ГКО, т.е. отказался на 3 месяца выполнять свои долговые обязательства (мораторий на все операции). Одновременно Банк России отменил действовавший в стране валютный коридор, что привело к резкому снижению курса рубля. Все это стало причиной мощного кризиса российского фондового рынка и банковской системы страны.

В период моратория и в последующее время был предпринят ряд мер по реструктуризации долга и временному замещению утраченного рынка заимствований. Старые ГКО и ОФЗ (о последних будет сказано ниже) были обменены на новый вид ОФЗ с разными сроками обращения. Кроме того, для поддержания текущей банковской ликвидности, в сентябре 1998 г. на рынке появились **Бескупонные облигации Банка России (ОБР)**, формально не относившиеся к категории государственных ценных бумаг. Их обращение

---

<sup>6</sup> Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. Ю.А. Соколова. –М.: Издательство Юрайт, 2014. С. 29.

было прекращено в феврале 1999 г. после выполнения своей миссии. В этом же году возобновилась в существенно меньших объемах и с существенно более низкой доходностью эмиссия ГКО.

- **Облигации Федеральных займов (ОФЗ).**

Среднесрочные **ОФЗ-ПК**, т.е. облигации с переменным купоном, обращались с 1995 по 2006 г. Размер ежеквартальных купонных выплат был привязан к средней доходности одновременно погашаемых ГКО.

Долгосрочные **ОФЗ-ПД**, т.е. облигации с постоянным купонным доходом, появились в обращении в 1997 г. и продолжают обращаться на рынке.

Среднесрочные **ОФЗ-ФК**, т.е. облигации с фиксированным купонным доходом, находились в обращении на рынке с 1999 по 2009 г. Именные облигации номиналами в 10 и 1000 рублей и со сроками погашения 4 – 5 лет размещались по закрытой подписке, т.е. выдавались в порядке новации владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженных в 1998 г.

Среднесрочные **ОФЗ-АД**, т.е. облигации с амортизацией долга, начали обращаться на рынке в 2003 г. и продолжают обращаться в настоящее время. Погашение номинальной стоимости осуществляется частями, а процент дохода начисляется на непогашенную ее часть и фиксируется для каждого купона.

Долгосрочные **ОФЗ-ИН**, т.е. облигации с защитой от инфляции, начали обращаться на рынке в 2015 г. Номинал облигации 1000 рублей ежедневно индексируется по изменению уровня инфляции (определяется по ИПЦ, публикуемому Минфином РФ) в том же проценте. Купонные выплаты в размере 2,5% фиксированы и производятся два раза в год. ОФЗ-ИН являются аналогом американских облигаций TIPS.

В апреле 2017 г. началось размещение первого выпуска трехлетних купонных **ОФЗ-н для физических лиц** (т.н. «народные» облигации) номинальной стоимостью 1000 руб. и доходностью от 8 до 10%. Облигации распространяются через Сбербанк России и ВТБ24 при наличии банковской

комиссии от 0,5 до 1,5% и комиссии за досрочное предъявление бумаг к оплате в 1,5%. Инвестировать в эти инструменты можно от 30 тыс. до 15 млн руб. в одном выпуске. Периодичность размещения выпусков - раз в полгода. Перепродажа облигаций на вторичном рынке не предусмотрена, т.е. это нерыночные облигации.

Облигации выпускаются на три года, с выплатой купонного дохода каждые полгода, досрочное их погашение без потери доходности возможно по истечении одного года. Купонный доход «народных» облигаций выше ставок депозитов в банках в среднем на 0,5 п. п. ОФЗ обращаются только в электронной форме. Объем первого выпуска составил 15 млрд руб. Ставку купона увеличивает в зависимости от срока погашения, т.е. в первый год доходность составит 7,5%, в третий — 10,5%. Таким образом, средняя ставка за три года составит 8,5%.<sup>7</sup>

Объемы размещенных ОФЗ-ИН и ОФЗ-н по состоянию на конец декабря 2018 г. характеризует приложение 18.

Представителями **нерыночных облигаций** внутренних государственных займов являются:

- **Государственные сберегательные облигации (ГСО)** предназначены для приобретения только определенными российскими организациями: страховыми компаниями; негосударственными пенсионными фондами; акционерными инвестиционными фондами; ПФ России и др. Начали размещаться в 2007 г., обращение на вторичном рынке не предусмотрено. Именные ценные бумаги, эмитируются в документарной форме. Разновидности: ГСО-ППС (с постоянной процентной ставкой) и ГСО-ФПС (с фиксированной процентной ставкой). Инвесторы имеют право досрочного выкупа облигаций эмитентом и их обмена на ГСО других выпусков и ОФЗ.

- **Облигации государственных нерыночных займов (ОГНЗ)** - именные ценные бумаги, эмитированные на разные сроки в документарной форме с 1997 г. только для юридических лиц – резидентов и нерезидентов.

---

<sup>7</sup> Эмиссионные ценные бумаги, рынки и участники обращения. Н.П. Нишатов. ЭБС Znanium.com:13.06.2017.

Размещение осуществлялось по закрытой подписке на основании договоров купли-продажи. Номинальная стоимость облигаций составляла 1000 руб., процент купонного дохода мог быть фиксированным, постоянным и переменным, в зависимости от уровня инфляции. Обращение на вторичном рынке не предусматривалось. Облигации могли быть выкуплены эмитентом до срока погашения, если это устанавливалось решением о выпуске. Последний выпуск был погашен в 2004 г.

- **Облигации государственного сберегательного займа (ОГСЗ)** – эмитировались с 1995 г. со сроками обращения 1 – 2 года в бумажной форме на предъявителя для российских и иностранных инвесторов, с ориентацией преимущественно на физических лиц. Размещение происходило на закрытой аукционной основе для уполномоченных Минфином РФ агентов, одним из которых выступал Сбербанк России. Затем они могли свободно покупаться и продаваться только через уполномоченных агентов, посредством которых осуществлялось также погашение облигаций и выплата дохода. Биржевой вторичный рынок этих облигаций отсутствовал – поэтому они относятся к нерыночным инструментам. Номиналы выпусков составляли 100 и 500 тысяч рублей. Величина процентного дохода была переменной в зависимости от текущей доходности на рынке ГКО-ОФЗ. Выплаты купонного дохода производились ежеквартально или раз в полгода. Доход физических лиц не облагался налогом. ОГСЗ, в отличие от ГКО и ОФЗ, не были заморожены 17 августа 1998 г., однако их рынок практически перестал существовать. Последний выпуск был погашен в 2005 г.

Динамику объема внутренних государственных заимствований в сопоставлении с прочими эмитентами характеризует таблица 2. Можно видеть, что внутренние государственные долговые заимствования в 2013 г. составляли половину совокупных заимствований наряду с прочими эмитентами. В последующие годы их доля снижалась при повышении объема заимствований.

Таблица 2

Объем эмиссии государственных долговых ценных бумаг  
в сопоставлении с прочими эмитентами

Эмитенты	01.10.13.	01.01.14.	01.01.15.	01.01.16.	01.01.17.
Кредитные организации	1307837	1354406	1503618	1585186	1437285
Страховщики	18000	18000	13000	13000	13000
Другие финансовые организации	1176873	1225245	1739235	2096738	2304885
Органы государственного управления	4569162 50%	4859751 50%	5892743 48%	6012760 44%	6256383 41%
Нефинансовые организации	2036866	2118480	2874282	3765274	5147758
Нерезиденты	87800	102800	105800	113800	109800
<b>Итого</b>	<b>9196538</b>	<b>9678682</b>	<b>12128678</b>	<b>13586758</b>	<b>15269111</b>

на внутреннем российском рынке, млн. руб.<sup>8</sup>

К **российским международным государственным облигациям** относятся:

- Облигации внутреннего валютного займа (**ОВВЗ**), обращение которых началось в 1993 г. Целью выпуска явилась необходимость погашения Россией долгов, ставшего незадолго до распада Советского Союза неплатежеспособным, Внешэкономбанка СССР. Облигации выпускались в документарной форме с номиналами в 1, 10 и 100 тыс. долларов США на сроки от 1 года до 15 лет. Гарантировали ежегодный доход в размере 3% в валюте номинала. Большую часть облигаций приобретали иностранные инвесторы, а обращение происходило на внебиржевом рынке через международные расчетные системы Euroclear и Clearstream. Кризис 1998 г. негативно отразился на показателях цены и доходности облигаций. Последний транш ОВВЗ был погашен в 2011 г.

<sup>8</sup> Российский рынок облигаций – итоги 2016 г. и перспективы развития. URL: [www.fs.moex.com](http://www.fs.moex.com)

- **Облигации внешних валютных государственных займов (ОВОЗ)** периодически размещались и размещаются Минфином РФ. Например, в 1998 г. в Люксембурге были размещены документарные на предъявителя государственные облигации IX выпуска Внешнего облигационного займа РФ с погашением в 2018 году. Номинал облигаций составляет 1000 долларов США, объем эмиссии - около 3,5 млрд. долларов. Размер купона – 11% годовых с периодичностью выплат – 2 раза в год. Вследствие начавшегося вскоре кризиса цены ОВОЗ беспрецедентно снизились.

В 2013 г. началось размещение очередного выпуска ОВОЗ в документарной форме с номиналом 200000 долларов США и общим объемом 1,5 млрд. долларов. Держателями облигаций являются физические и юридические лица, как резиденты, так и нерезиденты. Ценные бумаги размещаются по закрытой подписке и могут быть предъявлены к досрочному погашению в случаях, обозначенных глобальными сертификатами, оформляющими эмиссию таких облигаций.

- Особым видом государственных инструментов внешних валютных заимствований выступают **еврооблигации Российской Федерации** (суверенные евробонды). Их эмиссия стартовала в 1996 г. после получения страной необходимого рейтинга от трех крупнейших международных рейтинговых агентств (см. раздел 2.4.). Первые выпуски еврооблигаций номинировались в долларах США, немецких марках и приносили доходы в размере 9 – 10% годовых. Сроки обращения составляли 5-10 лет. Размещались с относительно невысоким успехом на рынках стран Азии, Европы и Америки. Эмиссию еврооблигаций осуществляли также отдельные субъекты Российской Федерации и муниципальные образования, в частности крупные города. До кризиса 1998 г. было размещено девять выпусков суверенных еврооблигаций. В период кризиса цена российских еврооблигаций снизилась до беспрецедентно низкого уровня - 20% номинала.

Эмиссия еврооблигаций продолжилась в посткризисный период и продолжается с перерывами в настоящее время. В частности, в сентябре 2013

года на международных рынках Россией были проданы еврооблигации на сумму 6 млрд. долларов США с погашением в 2019, 2023 и 2043 годах. Доходность этих инструментов составляла 3 – 5%, а рыночные котировки превышают номинал.

В мае 2016 г. Минфин РФ провел очередное размещение десятилетних еврооблигаций на сумму 3 млрд. долларов США с доходностью 4,65 – 4,90%. Условия выпуска бумаг предусматривают возможность выплат инвесторам не только в долларах, но в других валютах: фунтах стерлингов, евро или швейцарских франках. Выпуск ориентирован на азиатский (КНР и Сингапур) и ближневосточный регионы. Западные иностранные банки отказались от предложенного участия в размещении, ссылаясь на рекомендации властей США и Европейского союза. Предложение получили также три российских банка: «ВТБ Капитал», Газпромбанк, Sberbank CIB.

Таким образом, Российская Федерация выпускала и выпускает множество видов облигаций, образующих внешний и внутренний государственный долг страны. Государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации характеризует приложение 19.

В Российской Федерации, помимо облигаций, размещались и другие, оригинальные виды государственных долговых инструментов, в частности:

- **Золотые сертификаты**, год размещения - 1993, цель эмиссии – покрытие дефицита государственного бюджета, объем эмиссии – 100 тонн золота пробы 0,9999. Срок обращения составлял один год. Именные бумаги номиналом 10 кг. золота размещались Минфином РФ через уполномоченные банки резидентам и нерезидентам - юридическим и физическим лицам. Погашение по желанию инвесторов осуществлялось либо весовым золотом, либо в рублях РФ по средней цене золота на Лондонском рынке. Обращение

золотых сертификатов не имело большого успеха и в 1994 г. было прекращено.<sup>9</sup>

- **Казначейские обязательства**, год размещения - 1994, цель эмиссии – погашение государственных задолженностей предприятиям. Обеспечивали возможность расплачиваться по долгам с другими предприятиями, заменяя денежные расчеты. В 1996 г. обращение казначейских обязательств было прекращено по рекомендации Международного валютного фонда.

**Облигации субъектов Российской Федерации** – ценные бумаги, выпускаемые от имени субъектов Российской Федерации органами исполнительной власти субъектов Федерации. На начало 2017 года в Российской Федерации насчитывалось 85 субъектов Федерации, включая республику Крым и город Севастополь. Наиболее активными субъектами Российской Федерации с хорошей кредитной историей являются Москва и Санкт-Петербург. Надёжность их ценных бумаг равносильна надёжности облигаций Правительства РФ, но с более высоким процентом доходности. Они же являются самыми крупными (более половины всего объема) эмитентами облигаций субъектов Федерации. Относительно крупными эмитентами можно назвать Татарстан, Тюменскую область, Костромскую область и др. Некоторые субъекты Федерации выходили с евро-облигационными займами на международные финансовые рынки.

Если федеральные облигации обычно выпускаются в бездокументарной именной форме (исключение ОГСЗ), то более 1/3 облигаций субъектов Российской Федерации выпускаются на предъявителя. Выпускаемые субъектами Российской Федерации займы контролируются федеральными органами власти, в частности регистрируются в Министерстве финансов РФ. Эмиссия и обращение облигаций субъектов Российской Федерации регулируется законом «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг».

---

<sup>9</sup> Эмиссионные ценные бумаги, рынки и участники обращения. Н.П. Нишатов. ЭБС Znanium.com:13.06.2017.

**Муниципальные облигации** в Российской Федерации начали выпускаться с 1997 года. В этот период был принят ряд законов и подзаконных актов, сформировавших статус муниципальных облигаций, играющих важную роль в заемных средствах местных бюджетов. В период кризиса 1998 г. появились два важных законодательных акта - Бюджетный кодекс РФ и Закон об особенностях эмиссии субфедеральных и муниципальных облигаций. Первый из них, в частности, разделил полномочия бюджетов различных уровней и ввел серьезные ограничения на объемы заимствований и размеры дефицита бюджетов. В настоящий момент развитие законодательства, в частности о муниципальных облигациях, продолжается.

Как отмечалось выше, муниципальные облигации — это ценные бумаги, которые выпускают органы местного самоуправления – муниципальные образования, в частности города под гарантию муниципальной собственности. Они похожи на государственные облигации, но отличаются целями, ограниченными местными масштабами, а также объемами выпуска. Надежность муниципальных облигаций немногим ниже государственных, а их доходность на 1-2% выше, т.е. при хорошей надежности – более высокая доходность. Долговые обязательства муниципальных образований могут быть краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными – соответственно 1, 5 и 10 лет включительно. Купонный доход по муниципальным облигациям не облагается налогом, но доход с разницы цен перепродажи налогом облагается, как и у государственных облигаций.

Ситуация на рынке муниципальных облигаций Российской Федерации в настоящее время (на 01.01.16.) следующая: из 15 российских городов с более чем миллионным населением, за исключением Москвы и С. Петербурга, являющихся субъектами Федерации, выпуски муниципальных облигаций проводили только: Волгоград, Нижний Новгород, Новосибирск, Омск, Уфа - в сравнительно небольших объемах. В 2016 г. выпуск

муниципальных облигаций осуществили Новосибирск и Омск, а также Томск, не являющийся городом – миллионщиком. Местное самоуправление в Москве осуществляется во внутригородских муниципальных образованиях – муниципальных округах, городских округах, поселениях, которые обязательств по долговым инструментам, в целом, не имеют.

Таким образом, государственные и муниципальные облигации, во всем разнообразии их видов, являются важнейшими эмиссионными инструментами рынка ценных бумаг. Их эмиссия позволяет привлекать капитал для развития экономики и ресурсы для государственных расходов. Инвестиции в облигации являются наиболее надежным вложением средств на рынке ценных бумаг. Рынок облигаций является достойной альтернативой рынку банковских депозитов, во многом превосходя последние по доходности, надежности и ликвидности вложений.

### **Глава 3. Влияние кризисов на рынок государственных и муниципальных ценных бумаг**

Экономические кризисы сопровождали всю историю человечества. Их можно трактовать как нарушение финансового равновесия между производством (предложением) и платежеспособным спросом на продукцию и услуги. До XX века экономические кризисы ограничивались рамками одной или нескольких стран. Впоследствии, особенно в настоящее время, они приобрели глобальный характер. Меры по предотвращению мировых финансовых кризисов, используемые в последнее время мировым сообществом, не приносят эффективных результатов.

Рыночная экономика в России стала развиваться заново с начала 90-х гг. XX в., все более интегрируясь в мировую финансовую систему. Интеграция возродившегося российского рынка ценных бумаг, безусловно, привнесла ряд положительных аспектов в деятельность резидентов, но в то же время привела к усилению зависимости отечественного фондового рынка от конъюнктуры международных рынков капитала. Это нашло отражение в систематически возникающих финансовых кризисах разного масштаба. Рассмотрим наиболее крупные из них.

Мировой финансовый кризис («азиатский кризис»), разразившийся в 1997 г., поразил в большей степени развивающиеся страны, в том числе молодой рынок ценных бумаг Российской Федерации. Следует отметить, что все российские экономические и финансовые кризисы последних десятилетий тесно связаны со снижением нефтегазовых доходов от экспорта в результате падений мировых цен на нефть и газ.

Первая стадия кризиса проявилась оттоком капитала с отечественного рынка государственных и корпоративных ценных бумаг в конце 1997 — начале 1998 гг. Репатриация государственных займов, увеличив спрос на иностранную валюту, привела к понижению цен на корпоративные бумаги. Падение мировых цен на сырье в сочетании со снижением золотовалютных резервов страны вызывало очевидную необходимость девальвации рубля,

однако последняя проведена не была. Установленный вместо этого валютный коридор до 2000 г. помимо других негативных последствий в определенной мере дезориентировал участников фондового рынка. Котировки акций быстро снижались, что отражало падение отечественных фондовых индексов. Индекс РТС, например, за этот период снизился более чем на 50%. Затем вследствие временной стабилизации финансового рынка имела место непродолжительная тенденция некоторого роста биржевых индексов.

Весенний правительственный кризис 1998 г. и ухудшение состояния платежного баланса страны инициировали вторую стадию кризиса российского рынка ценных бумаг. По-прежнему остро стоял вопрос о девальвации рубля, и, кроме того, назрела необходимость срочного удешевления обслуживания внутреннего государственного долга, сформированного в основном за счет краткосрочных и высокодоходных ГКО-ОФЗ и превысившего к этому времени 20% валового национального продукта. Однако необходимые меры и в этот раз приняты не были. Напротив, доходность, а значит, и риск этого рынка возросли. Кроме того, было введено законодательное ограничение доли владения нерезидентами акциями федеральных энергетических компаний (до 25%), например, РАО «ЕЭС России». Это послужило причиной снижения инвестиционных рейтингов страны, ухода многих инвесторов с рынка ценных бумаг и, как следствие, очередного повышения доходности ГКО, превысившей в июне 1998 г. 50%-й рубеж. В результате произошло 20%-е снижение цен акций и существенно усилилась неустойчивость отечественной валюты. Обострению ситуации способствовала и эмиссия в это же время высокодоходных облигаций двух внешних займов на общую сумму около 4 млрд долл., снизившая котировки еврооблигаций предыдущих выпусков.

Усугубление положения на рынке, продолжавшееся в течение июля 1998 г., сопровождалось беспрецедентным ростом средневзвешенной доходности ГКО-ОФЗ (до 126%), отменой ряда аукционов по их размещению и, наконец, конвертацией ГКО в среднесрочные (до 2005 г.) и долгосрочные

(до 2018 г.) облигации, номинированные в долларах США. Некоторое улучшение ситуации, наметившееся в середине июля после решения международных кредиторов оказать мощную финансовую поддержку России, было недолгим.

Третья стадия фондового кризиса, начавшаяся в августе 1998 г., ознаменовалась активизацией бегства отечественных и иностранных инвесторов с рынка государственных ценных бумаг, что повлекло за собой дальнейшее ухудшение ситуации и на рынке корпоративных бумаг (сводный индекс РТС-Интерфакс понизился на 30%). Падение котировок государственных облигаций, традиционно служивших обеспечением иностранных кредитов, вынудило банки, срочно изыскивая дополнительные ресурсы, продавать ценные бумаги из своих портфелей и закупать валюту, т.е. серьезно обострился банковский кризис. Последствия очевидны: дальнейшее падение цен на ГКО-ОФЗ и корпоративные бумаги, а также значительное повышение неустойчивости рубля.

Кульминацией кризиса российского рынка ценных бумаг стал день 17 августа 1998 г. Во-первых, была проведена давно назревшая девальвация рубля. Во-вторых, Правительством РФ были приняты такие беспрецедентные решения, как приостановление обращения ГКО-ОФЗ, принудительная реструктуризация долгов по ним, а также трехмесячная отсрочка погашения внешней задолженности российских банков (дефолт). Последствия этих решений носили сугубо негативный характер. Рынок ценных бумаг, особенно корпоративных, практически полностью потерял свою ликвидность, а Российская Федерация утратила инвестиционную привлекательность. Инвесторы — резиденты и нерезиденты — понесли огромные убытки, что надолго подорвало их доверие к российскому фондовому рынку. Мало этого — буквально «рухнула» банковская система страны, серьезно снизились объемы экспортно-импортных операций и масштабы деловой активности в стране. До конца года вследствие отсутствия четких правительственных мер

по выходу из кризиса в стране помимо стагнации фондового рынка наблюдался застой производства, торговли и т.д.

Кризис существенно сузил возможности ведения бизнеса для профессиональных участников рынка ценных бумаг, что привело к сокращению их количества, расширению универсализации деятельности и укрупнению институциональных образований (табл. 5).

Значительно сократились объемы операций, проводимых профессиональными участниками через ведущих организаторов фондового рынка. Изменилась структура участия организаторов рынка в совокупном объеме фондовой торговли (табл. 6).

Таблица 5.

Сокращение количества профессиональных участников фондового рынка в 1998 г.<sup>10</sup>

Вид профессиональной деятельности	Количество на начало месяца (ед.)		
	январь	Июль	декабрь
Брокерская	393	507	376
Дилерская	61	94	76
Брокерская и дилерская совместно	1102	1207	1110
Доверительное управление	—	9	8
Брокерская, дилерская и доверительное управление совместно	5	130	128
Итого	1561	1947	1698

Таблица 6.

Структура участия в фондовой торговле в 1998 г.<sup>11</sup>

Организатор торговли	Январь	ноябрь
ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ)	13	24
НП «Торговая система РТС» (РТС)	82	32
НП «Московская фондовая биржа» (МФБ)	5	44
Итого:	100%	100%

<sup>10</sup> Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. Ю.А. Соколова. –М.: Издательство Юрайт, 2014. С. 30-31.

<sup>11</sup> Там же

Для восстановления доверия к российскому фондовому рынку Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) в течение 1997—1998 гг. предпринимала многочисленные антикризисные меры. Среди них: разработка и утверждение в Правительстве РФ Государственной программы защиты прав инвесторов; участие в подготовке Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (вступил в действие от 5 марта 1999 г.); публичные требования отмены трехмесячной отсрочки погашения банковских задолженностей и пересмотра условий реструктуризации государственного долга; снижение требований к минимальным размерам собственного капитала профессиональных участников рынка; неоднократные приостановки торгов на фондовых площадках для защиты рынка корпоративных бумаг и т.д.

Таким образом, кризис российского рынка ценных бумаг 1998 г. вызвал на нем глубокие перемены. Изменились определенные правовые аспекты деятельности, уменьшилось число профессиональных участников, стала беднее номенклатура обращающихся ценных бумаг. Однако рынок продолжал жить и развиваться.

Мировой финансовый и экономический кризис 2008—2009 гг. инициировал кризис российского рынка ценных бумаг. Он вызвал резкое (примерно в четыре раза) падение капитализации рынка акций, начавшееся со второй половины 2008 г. и связанное со снижением мировых цен на нефть,

возраставшие в 2008 г. показатели рынка срочных контрактов, базисным активом которых выступают ценные бумаги и фондовые индексы, с наступлением кризиса упали. Проблемы российского срочного рынка аналогичны проблемам, существовавшим на рынках США и других стран. Он чрезмерно расширился и превратился в исключительно спекулятивную сферу, дестабилизирующую весь финансовый рынок страны.

Существенно понизились значения всех фондовых индексов. Доходность (в процентах годовых) по сводным индексам РТС и ММВБ составила  $-71,4$  и  $-66,5$  соответственно. Отрицательная доходность

наблюдалась по всем биржевым отраслевым индексам. Наибольшее падение было отмечено по промышленным индексам (–85%). В среднем в три раза возросла волатильность фондовых индексов.

Примерно на 5—7% снизилось количество эмитентов, чьи акции и облигации котировались на организованных рынках. Доля объема внебиржевых сделок в совокупном объеме сделок на организованных рынках изменялась в пределах 25—45%. Общая стоимость чистых активов паевых инвестиционных фондов (ПИФ) снизилась более чем на 17%, а открытых и интервальных ПИФ — почти на 70%.<sup>12</sup>

В результате экономического кризиса промышленное производство в первой половине 2009 г. снизилось по сравнению с предшествовавшим периодом более чем на 14%. Ввиду сильной зависимости от мировых цен на нефть перспектива существенного роста индексов ММВБ и РТС и, следовательно, котировок соответствующих акций стали маловероятны. Ожидания высокой волатильности рынка акций в среднесрочной перспективе были оправданы и подтвердились позднее. В такой ситуации низкие дивиденды, приносимые голубыми фишками, не представляли интереса для стратегических инвесторов. В связи с этим их внимание переключилось на акции развитых стран и отдельных более стабильных развивающихся экономик (Китай, Бразилия и др.).

Кризис российского рынка ценных бумаг, инициированный мировым финансовым и экономическим кризисом 2008—2009 гг., привел к существенным потерям его капитализации (примерно 1 трлн долл. США). Около трети этой суммы составили потери состоятельных российских граждан в связи со снижением стоимости принадлежавших им ценных бумаг. Оставшаяся часть — потери крупных государственных нефтегазовых компаний и смежных предприятий. Последствиями кризиса стали также

---

<sup>12</sup> Рынок ценных бумаг: учебник/ под ред. Ю.А. Соколова. –М.: Издательство Юрайт, 2014. С. 32-33.

увеличение бюджетных расходов, ослабление денежно-кредитной политики и рост уровня бедности в стране.

В процессе кризиса Правительством РФ предпринимались определенные меры по преодолению его последствий. В связи с обвалом рынка ценных бумаг были выделены значительные бюджетные средства на поддержку банковской системы и обеспечение ликвидности на финансовом рынке. ФСФР неоднократно практиковала остановку торгов на фондовых биржах РТС и ММВБ. Правительством было принято решение о скупке на фондовом рынке части акций проблемных российских компаний. Производился выкуп собственных акций крупными предприятиями. Был разрешен выпуск биржевых облигаций сроком до трех лет. Однако нельзя сказать, что эффективность этих мер была на высоком уровне.

Современная долговая политика Российской Федерации, как часть экономической политики государства, вынуждена учитывать новые условия и вызовы, возникающие в мире. Для этих целей Министерством финансов разрабатываются и периодически публикуются документы – основные направления государственной долговой политики страны на определенные периоды времени. Аналогичные документы публикуются субъектами Федерации и органами местного самоуправления.

Утвержденная на 2018-2020 долговая политика РФ, подводя итоги выполнения установок предшествующих документов, ставит задачу не только оптимизации расходов бюджета, но и максимально широкого применения альтернативных вариантов заимствований для сохранения размера государственного долга на безопасном уровне. Этот период будет характеризоваться относительно низкими темпами роста ВВП и сокращением размера Резервного фонда страны. Поэтому основным источником финансирования дефицита государственного бюджета останутся государственные заимствования, объемы которых будут неуклонно возрастать. Приоритет будет отдан внутренним валовым заимствованиям, доля которых превысит 90%. Ожидается, что они будут самыми объемными

за всю историю России. Доля внешних заимствований, выраженная в ценных бумагах, может приобретать отрицательные значения.<sup>13</sup> Государство не будет прибегать также к масштабным заимствованиям иностранной валюты на международных рынках, если ситуация существенно не ухудшится.

Российские ОФЗ будут по-прежнему интересовать нерезидентов, но в связи с экономическими санкциями объемы таких инвестиций существенно не увеличатся. В части применения альтернативных вариантов заимствований рассматривается организация эмиссии новых видов ОФЗ, номинированных в китайских юанях для инвесторов из КНР.

Таким образом, устойчивость российского рынка ценных бумаг, его финансовая безопасность в кризисные периоды непосредственно связана с проблемами повышения конкурентоспособности, диверсификации отечественной экономики, устранения ее сырьевой зависимости, стимулирования развития деятельности малых и средних предприятий.

---

<sup>13</sup> <https://2020-god.com/dolgovaya-politika-rf-na-2018-2020-gody/>

## Глава 4. Классификация и рейтинг облигаций

Основным видом государственных и муниципальных ценных бумаг являются облигации. Государственные и муниципальные облигации, также, как и корпоративные, могут быть классифицированы по многим общим признакам.

По срокам обращения выделяют **краткосрочные** (как правило, до 1 года включительно), **среднесрочные** (от 1 года до 5-10 лет), **долгосрочные** (свыше 5-10 лет), а также **бессрочные облигации** (срок погашения не устанавливается). Однако срок обращения облигаций в разных странах трактуется по-разному. В Великобритании, например, под сроком обращения понимается период от текущей даты до погашения облигации эмитентом. Среднесрочными здесь считаются облигации со сроками обращения от 5 до 15 лет. В России, США и ФРГ срок обращения облигаций устанавливается периодом от даты размещения облигационного выпуска на рынке до срока погашения. Среднесрочными в России и ФРГ считаются облигации со сроком обращения от 1 до 5 лет, а в США – от 5 до 10 лет.

**Бессрочные облигации** являются редкой их разновидностью. В Российской Империи, например, такие облигации (рентные займы) впервые были размещены в 1883 г. с последующим продолжением их эмиссии. В настоящее время они не обращаются. Великобритания впервые выпустила бессрочные облигации в 1753 г., а затем продолжила эту практику. В настоящее время в обращении находятся облигации Правительства Великобритании – т.н. консоли (consoles), размещенные еще в XIX веке.

Облигационные выпуски **внутренних займов** формируются и размещаются в рамках какой-либо одной страны. Облигации **внешних займов**, размещаемые на иностранных рынках, называют **зарубежными, иностранными или международными** (international-bonds). Среди них выделяют непосредственно **иностранные облигации и еврооблигации**. Это долговые ценные бумаги, эмитируемые в какой-либо стране,

размещаемые в других странах и номинируемые в одной из валют зарубежных стран. Главные отличия международных облигаций от национальных - особенности процедур формирования выпуска и размещения, режим налогообложения. К международным облигациям относятся среднесрочные облигации - ноты и долгосрочные – бонды, в частности еврооблигации.

**Процентные (купонные) облигации**, являясь, как правило, среднесрочными и долгосрочными, помимо возврата в установленное время их номинальной стоимости (погашение), гарантируют инвестору регулярные выплаты дохода (суммы купона) по установленной к номиналу годовой процентной ставке (купону). Отношение стоимости купона к номиналу облигации в процентах называют ставкой купона. Периодичность выплаты купонов может быть годовой и более частой, при этом годовая ставка делится на количество выплат за год.

**Дисконтные (бескупонные) облигации**, как правило краткосрочные, размещаются на рынке по цене ниже номинала и погашаются по номинальной стоимости, за счет чего инвестор получает доход. Дисконт – скидка к номинальной стоимости облигации, устанавливаемая в процентах от величины номинала.

**Индексируемые облигации** (index-linked stocks) отличаются от прочих тем, что величина их номинала и размер процентной ставки привязываются к цене какого-либо актива или к индексу, например, к индексу розничных цен (RPI). Такие облигации, сохраняя реальную стоимость дохода и вложенного капитала, обеспечивают защиту от инфляции. Существуют также облигации с плавающей процентной ставкой. Величина процентной ставки в этом случае зависит от изменения определенных ставок на международных рынках, часто это ставка LIBOR – средневзвешенная процентная ставка межбанковских кредитов лондонского межбанковского рынка.

**Облигации Стрип (STRIPS)** – купон и основная сумма долга, по которым, покупаются и продаются отдельно в виде самостоятельных ценных бумаг с нулевым купоном. Являются разновидностью казначейских нот и облигаций, созданных в процессе т.н. «стрижки купонов».<sup>14</sup>

Возврат основного долга (погашение) по облигациям может производиться разными способами. **Срочные облигации** (с разовым платежом) имеют единый срок погашения (возврат номинальной стоимости) для всех облигаций данного выпуска. **Серийные облигации** предусматривают погашение облигаций данного выпуска сериями (частями выпуска) в разные сроки. **Облигации с амортизацией долга** предусматривают погашение периодически - частями номинала. Проценты купонных выплат начисляются на непогашенную часть стоимости номинала.

**Обеспеченные облигации** – ценные бумаги, обеспеченные залогом, банковскими гарантиями, поручительствами. В качестве залога могут выступать физические активы, в частности недвижимость, ценные бумаги, денежные средства. Эмитент обязан передать залог инвесторам в случае невозможности выполнения своих обязательств по обеспеченным облигациям, что гарантирует возврат основной суммы долга. Существуют т.н. **субординированные облигации**, предоставляющие их владельцам меньше прав на обеспечиваемые активы по сравнению с другими обеспеченными облигациями. **Необеспеченные облигации** в случае банкротства эмитента предусматривают возврат долга наравне с другими конкурсными кредиторами.

Облигации могут быть **именными и на предъявителя**, что зависит от решения эмитента. Обращение именных облигаций предусматривает ведение реестра владельцев ценных бумаг для осуществления и перехода предусмотренных ими прав. По облигациям на предъявителя идентификации владельцев не требуется. В РФ эмиссия предъявительских

---

<sup>14</sup> Финансовые рынки: учебник под ред. С.В. Брюховецкой и Б.Б. Рубцова. –М.: КНОРУС, 2018. С. 161.

облигаций осуществляется в документарной форме (один сертификат на всю сумму займа) с обязательным централизованным хранением в депозитарии.

**Документарные облигации** имеют материальную (бумажную) форму в виде документа, содержащего набор определенных реквизитов. **Бездокументарные облигации** эмитируются в электронной форме с закреплением прав держателя записью в реестре эмитента и на счете депо собственника. Ответственность эмитента по обеспечению прав фиксируется в решении о выпуске облигаций. Форма ведения учета бездокументарных облигаций совпадает с методикой регистрации документарной информации.

**Облигации с правом досрочного погашения** (оферта к погашению). Такое право закрепляется в эмиссионных документах и предоставляется инвесторам, как правило, раз в год в течение установленного периода времени. **Облигации с правом конверсии** или конвертируемые облигации эмитируются с возможностью их обмена на обыкновенные акции эмитента в определенное время по заранее установленному паритету. При наступлении срока погашения облигаций инвестор имеет право либо получить их номинальную стоимость, либо акции в соответствии с паритетом.

Помимо рассмотренных выше видов можно выделить т.н. **биржевые облигации**, практика размещения которых стартовала в России в 2008 г. после принятия соответствующей поправки в «Закон о рынке ценных бумаг». Размещение облигаций происходит через открытую подписку на бирже. Преимуществом является отсутствие процедуры государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска. Облигации самостоятельно регистрируются биржей, что сокращает время и затраты на размещение.

**Шариатские облигации** (Islamic bonds) начали пользоваться повышенным интересом среди инвесторов в 2000 годы. Мусульманские кредитные учреждения в отличие от прочих получают доход не в виде твердого процента, что запрещено Кораном, а от участия в прибыли

компания – должника. Эта установка распространяется и на облигационные займы. Однако в целом на мировых рынках продолжают доминировать традиционные облигации с фиксированной процентной ставкой и установленным сроком погашения.

Рассмотрев классификацию облигаций, следует ознакомиться с понятием **рейтинга облигаций**, т.е. качественной их оценкой. Его проводят независимые международные рейтинговые агентства, наиболее известными из которых выступают: «Standard & Poor's», «Moody's» и «Fitch Investor's Service». Рейтинг востребован преимущественно участниками международного рынка в силу того, что позволяет оценивать степень надежности эмитентов облигаций, т.е. их способность отвечать по долговым обязательствам (выплата дохода и погашение номинальной стоимости).

Фрагменты системы рейтинговой оценки долгосрочных облигаций международными рейтинговыми агентствами представлены в таблице 7.

Таблица 7.

Фрагменты системы рейтинговой оценки долгосрочных облигаций.

<b>S&amp;P</b>	<b>Moody's</b>	<b>Fitch</b>	<b>Рейтинговая оценка</b>
AAA	Aaa	AAA	Высший уровень надёжности
AA+	Aa1	AA+	Высокий уровень надежности
A+	A1	A+	Уровень надежности выше среднего
BBB+	Baa1	BBB+	Средний уровень надежности
Неинвестиционный или спекулятивный уровень			
BB+	Ba1	BB+	Неинвестиционный уровень (спекулятивные облигации)
B+	B1	B+	Высокоспекулятивные облигации
CCC+	Caa1		Существенный риск
CCC	Caa2	CCC	Чрезвычайно спекулятивные облигации
D	C	DDD	Дефолт

За каждым разрядом рейтингового кода стоит вполне определенная твердая характеристика эмитента: уровень прибыльности, величина активов

и ряд других показателей, включая прогнозируемые. Чем выше рейтинг эмитента, а значит и его надежность, тем более низкая доходность облигаций будет приемлема для инвесторов, а заем обойдется эмитенту дешевле. При повышении рейтинга обращающихся на рынке облигаций, их стоимость повышается, а доходность снижается, и – наоборот.

Российская Федерация с 2003 г. имела суверенный рейтинг инвестиционного уровня. В 2016 г. только агентство «Fitch Investor's Service» сохранило этот уровень (BBB-). Агентства «Standard & Poor's» и «Moody's» понизили рейтинг страны соответственно до BB+ и Ba1, т.е. до спекулятивного уровня. С 2019 г. суверенный рейтинг Российской Федерации оценивается инвестиционным уровнем всеми тремя международными рейтинговыми агентствами.<sup>15</sup> Рейтинг отдельных ОФЗ и облигаций Субъектов Федерации представлен в таблице 8.

Таблица 8.

**Рейтинг ОФЗ отдельных эмиссий  
и облигаций Субъектов Российской Федерации**

Компания	Moody's	S&P	Fitch	Доходность к погашению (оферте)	Цена	Ставка купона	Дата оферты	Дата погашения
<b>Консервативный</b>								
<b>ОФЗ</b>								
ОФЗ 25079	Ba1	BB+	BBB-	11.44%	99.13	7.00%		03.июн
ОФЗ 25077	Ba1	BB+	BBB-	11.81%	96.74	7.35%		20.январ.16
ОФЗ 25081	Ba1	BB+	BBB-	12.02%	87.00	6.20%		31.январ.18
ОФЗ 26210	Ba1	BB+	BBB-	11.85%	83.16	6.80%		11.декаб.19
ОФЗ 26209	Ba1	BB+	BBB-	11.88%	80.83	7.60%		20.июль.22
ОФЗ 26211	Ba1	BB+	BBB-	11.82%	77.17	7.00%		25.январ.23
<b>Облигации Субъектов</b>								
ХМАО-1	Ba2	BB+	BBB-	14.48%	95.00	11.40%		13.окт.19
Красноярский Кр-5	B1	BB-	BB+	14.47%	96.74	8.75%		29.нояб.16
Красноярский Кр-6	B1	BB-	BB+	15.21%	92.29	8.50%		19.окт.17
Москва-44	Ba1	BB+	BBB-	13.05%	98.50	7.00%		24.июн.15
Москва-48	Ba1	BB+	BBB-	13.93%	68.01	7.00%		11.июн.22
Самарская Обл-07	Ba3	BB+		15.71%	93.00	7.49%		30.нояб.16

Помимо рейтинговой оценки долгосрочных облигаций, международные рейтинговые агентства рассчитывают краткосрочные рейтинги облигаций (табл. 9).

<sup>15</sup> <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/02/09/793707-moodys>

Таблица 9.

## Краткосрочный кредитный рейтинг облигаций

S&P	Moody's	Fitch Ratings	Кредитоспособность
<b>Инвестиционный уровень (Investment Grade)</b>			
A-1+	Prime-1	F1+	Наивысший кредитный рейтинг
A-1	Prime-1/Prime-2	F1	Практически не отличается от наивысшего, высокая надежность эмитента
A-2	Prime-2	F2	Эмитент восприимчив к неблагоприятным экономическим условиям, но может выполнить свои краткосрочные обязательства
A-3	Prime-2/Prime-3	F3	Приемлемая способность эмитента выполнить свои краткосрочные обязательства, которая, однако, может быть ослаблена при неблагоприятных экономических условиях
	Prime 3		
<b>Неинвестиционный или спекулятивный уровень (Non-investment Grade)</b>			
B	Not Prime *	B	Минимальная способность эмитента выполнить свои краткосрочные обязательства при высокой уязвимости к неблагоприятным экономическим условиям
C		C	Эмитент в настоящий момент уязвим к неплатежу по краткосрочным обязательствам, а их выполнение зависит от благоприятных бизнес и экономических условий
D		D	Присваивается по факту дефолта эмитента, либо по факту начала процедуры банкротства

Оценка надежности эмитентов проводится и национальными рейтинговыми агентствами. Созданные в Российской Федерации четыре агентства получили аккредитацию в Минфине России наравне с «большой тройкой» международных рейтинговых агентств. К ним относятся:

- «Эксперт РА»;
- Национальное Рейтинговое Агентство (НРА);
- АК&М;
- RusRating.

Кроме того, в России с 2001 г. действует рейтинговое агентство, созданное в форме совместного предприятия - Moody's Interfax Rating Agency. Оценка национальных компаний российскими рейтинговыми агентствами обходится дешевле и выполняется быстрее, учитывая национальную специфику ведения бизнеса. Услуги этих агентств могут быть востребованы компаниями, которые не планируют выход на международный рынок.

Ведущей российской фондовой площадкой, на которой проводится размещение и вторичное обращение государственных и корпоративных облигаций, облигаций Субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, выступает Московская биржа. Оказывая торговые, клиринговые, расчетные и информационные услуги, она разрабатывает, рассчитывает и публикует широкий спектр надежных и высокотехнологичных облигационных индексов, объективно отражающих развитие современного российского долгового рынка.

В семейство облигационных индексов Московской биржи входят индексы государственных, корпоративных и муниципальных облигаций, разграниченные по признакам дюрации и кредитного качества. Для этого используется матричный подход, посредством которого различным категориям пользователей предоставляется информация о состоянии рынка в целом, а также о динамике различных частей рынка рублевых облигационных заимствований и их корреляции между собой. Наряду с индексами отдельных локальных частей рынка осуществляется расчет композитного индекса агрегированного рынка, включающего ОФЗ, корпоративные облигации, облигации Субъектов РФ и муниципалитетов, а также инструменты денежного рынка, т.е. облигации с дюрацией менее 1 года.

Индексы облигаций представляют собой ценовые показатели наиболее ликвидных выпусков российских эмитентов, взвешенные по рыночной капитализации. В первую очередь это относится к государственным облигациям рынка ГКО-ОФЗ, ценовую динамику которого отражают Индексы государственных облигаций, рассчитываемые ММВБ:<sup>16</sup>

- Индекс государственных облигаций России (**RGBI**), рассчитываемый по методике индекса «чистых» цен» (clean price index);

---

<sup>16</sup> <https://investments101.ru/academy/courses/bonds/lessons/bond-index>

- Индекс государственных облигаций России — валовый (**RGBI-g**), рассчитываемый по методике индекса «грязных» цен (gross price index);
- Индекс государственных облигаций России — совокупный доход (**RGBI-tr**), рассчитываемый по методике индекса совокупного дохода (total return index).

Расчёт индексов происходит непрерывно в ходе торгов в режиме реального времени по мере совершения сделок с облигациями, составляющими базу для расчета. При формировании базы для расчета индексов осуществляется сегментация облигаций, учитывающая кредитные рейтинги, присвоенные эмитентам международными агентствами, а также дюрацию облигаций. Расчет дюрации производится на дату погашения или ближайшего досрочного погашения выпуска облигаций, если оно предусмотрено эмиссионными документами.

Индексы выступают индикаторами ситуации на рынке государственного долга, повышают его прозрачность и информативность. Посредством них инвесторы и другие участники могут видеть общие длительные тенденции и краткосрочные колебания рынка, оценивать эффективность инвестиций и делать прогнозы развития. Индексы государственных облигаций, рассчитываемые ММВБ, отвечают требованиям международных стандартов, учитывают рекомендации Европейской комиссии по облигациям (European bond commission) Европейской федерации финансовых аналитиков (European Federation of Financial Analysts Societies).

Семейство индексов Московской биржи включает также индекс MICEX MBI, рассчитываемый по облигациям субъектов Федерации и муниципальным облигациям. Это ценовой показатель, взвешенный по объемам выпуска облигаций, допущенных к обращению на ФБ ММВБ. Требования к облигациям, включаемым в базу расчета индекса MICEX MBI, учитывают кредитные рейтинги, присваиваемые эмитентам

международными агентствами Standard & Poor's, Moody's и Fitch Ratings, а также российскими рейтинговыми агентствами: RusRating, Эксперт РА, Национальное Рейтинговое Агентство и АК&М. Для включения в базу расчета индекса выпуск облигаций должен соответствовать следующим требованиям:

- объём выпуска по номиналу — не менее 1 млрд руб.;
- срок до погашения/ближайшей оферты (на период действия базы расчета) — не менее 6 мес.;
- среднедневной объём сделок за квартал — не менее 3 млн руб.<sup>17</sup>

База расчета индекса MICEX MBI пересматривается ежеквартально. Расчет индекса осуществляется в реальном режиме времени при совершении каждой сделки с облигациями. Правила расчета индекса в полной мере отвечают международным стандартам построения фондовых индексов. Аналогично индексам рынка ГКО-ОФЗ, Индекс муниципальных облигаций ММВБ позволяет отслеживать как общее направление, так и краткосрочные колебания на рынке российских муниципальных облигаций, оценивать эффективность инвестиций в данные инструменты, строить прогнозы развития рынка.

---

<sup>17</sup> [https://ru.wikipedia.org/wiki/Индекс\\_муниципальных\\_облигаций\\_ММВБ](https://ru.wikipedia.org/wiki/Индекс_муниципальных_облигаций_ММВБ)

## Глава 5. Стоимостная оценка облигаций

Стоимостная оценка облигаций проще по сравнению с акциями, поскольку долговые инструменты имеют меньше факторов риска и неопределенности – по ним изначально устанавливается определенный срок погашения и фиксированный доход. Выделяют номинальную и рыночные цены облигации.

**Номинальная цена** (номинал) свидетельствует о размере долга эмитента перед инвестором, который должен быть погашен в установленный срок. Эмиссия и размещение процентных (купонных) облигаций осуществляется, как правило, по номиналу или с незначительными отклонениями от него, т.е. с дисконтом или с премией. Дисконтные (бескупонные) облигации всегда размещаются по цене ниже номинала. Погашение купонных и бескупонных облигаций происходит по номиналу.

**Рыночная цена** облигаций может существенно отличаться от номинальной. Главным фактором ее изменения является соотношение рыночной (текущей, эффективной) процентной ставки (ставка, по которой выплачиваются проценты на рынке по облигациям аналогичного уровня риска) и купонной ставки, а также срок до погашения облигации. При росте рыночной процентной ставки цена облигации с фиксированным купоном снижается, в обратном случае – растет.

Различают «чистую» (текущую, рыночную) и «грязную» цены облигации. **«Чистая» цена облигации** определяется, как сумма дисконтированных денежных потоков в первый день купонного периода (денежный поток состоит из двух компонентов: серии купонных выплат и номинала облигации, выплачиваемого при ее погашении). Она

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C_i}{(1+r)^i} + \frac{N}{(1+r)^n}$$

где  $P$  – чистая цена облигации;  
 $C$  – величина купонного платежа;  
 $r$  – требуемая норма доходности (доходность до погашения) в виде десятичной дроби;  
 $N$  – номинал облигации;  
 $n$  – число периодов начисления (количество лет до погашения).

рассчитывается исходя из того, что по облигации будут выплачены купонные платежи в полном объеме, но не учитывает их. Алгоритм расчета основан на формуле дисконтирования по сложным процентам.

Если купонный доход выплачивается несколько раз в год, формула будет иметь вид:

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{C / m}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{n \times m}},$$

где  $P$  – цена облигации;  
 $C$  – величина купонного платежа;  
 $r$  – требуемая норма доходности в виде десятичной дроби;  
 $N$  – номинал облигации;  
 $n$  – количество лет до погашения;  
 $m$  – количество выплат в год.

Цена бескупонной (дисконтной) облигации определяется более простым алгоритмом, т.к. в этом случае отсутствуют купонные платежи:

$$P = \frac{N}{(1 + r)^n},$$

где  $P$  – цена облигации;  
 $r$  – требуемая норма доходности в виде десятичной дроби;  
 $N$  – номинал облигации;  
 $n$  – количество лет до погашения.

Информационные агентства и другие источники публикуют котировки облигаций, выраженные именно в «чистой» цене, которая подразумевает полную выплату купонов, но не учитывает их. Часто указывается не цена облигации в денежном выражении, а **курс облигации** - отношение ее цены к номиналу в процентах.

**«Грязная» цена облигации** учитывает накопленный купонный доход, т.е. начисленные проценты за период владения облигацией, прошедший со дня очередной выплаты купона. Таким образом, «грязная» цена облигации равна «чистой» цене в сумме с накопленным купонным доходом. Сделки, заключаемые на рынке, осуществляются по «грязной» цене, что позволяет

продавцу компенсировать неполученную часть начисленных процентов, накопившуюся ко дню продажи облигации.

**Доходность облигаций** является важнейшим показателем оценки качества долговых финансовых инструментов. Выделяют следующие разновидности показателя доходности облигаций (**r**):

Таблица 10.

Характеристика показателей доходности облигаций<sup>18</sup>

Наименование показателя	Характеристика
Номинальная доходность (ставка купона)	Отношение суммы купона к номиналу в процентах
Текущая доходность	Отношение суммы купона к текущей (рыночной) стоимости в процентах
Доходность к погашению (внутренняя доходность)	Доходность, получаемая при удержании облигации до погашения (эффективность инвестиции)
Конечная (полная) доходность	Полный доход, приходящийся на единицу затрат на покупку облигации в расчете на год. В отличие от предыдущего показателя инвестор не держит облигацию до погашения.
Доходность до погашения	Эффективность инвестиций не только по купонной ставке, но и с учетом спреда, т.е. разности цен приобретения и продажи облигации

Показатель доходности до погашения публикуется информационными агентствами и другими источниками информации. На профессиональном уровне его точный расчет осуществляется сложными методами. Упрощенный вариант расчет показателя можно произвести по алгоритму, преобразованному из формулы цены облигации:

$$r = \left( \frac{\left( c + \frac{(N - P)}{n} \right)}{P} \right) \times 100\%,$$

где  $r$  – доходность до погашения;  
 $c$  – величина купонного платежа;  
 $N$  – номинал облигации;

<sup>18</sup> Финансовые рынки: учебник/ под. ред. С.В. Брюховецкой, Б.Б. Рубцова. –М.: КНОРУС, 2018. С. 153.

$P$  – цена облигации;  
 $n$  – количество лет до погашения.

При расчете доходности облигаций могут использоваться алгоритмы, основанные на простых и сложных процентах. Расчет **на основе простых процентов** предполагает, что выплаченные купоны не реинвестируются, т.е. не приносят доход, и осуществляется по алгоритму:

$$r = \frac{\sum C + (P_1 - P_0)}{P_0} \times \frac{365}{t} \times 100\%,$$

где  $r$  – ставка доходности в процентах;  
 $C$  – купоны, полученные за время владения облигацией, руб.;  
 $P_1$  – цена продажи облигации, руб. (если облигация погашается, то берется  $N$  – номинал);  
 $P_0$  – цена покупки облигации, руб.;  
 $t$  – время инвестиции в днях.

Расчет **на основе сложных процентов** предполагает, что выплаченные купоны реинвестируются, т.е. приносят доход. Расчет осуществляется по алгоритму:

$$r = \sqrt[n]{\frac{FV}{P}} - 1,$$

где  $r$  – ставка доходности в долях от единицы  
 $FV$  – будущая стоимость денежного потока  
 $P$  – чистая стоимость облигации (цена покупки)  
 $N$  – количество периодов начисления.

**Дюрация облигаций** – показатель, определяющий чувствительность цены облигации к изменениям рыночной (текущей, эффективной) процентной ставки. Часто показатель называют дюрацией Маколи<sup>19</sup> (Ф. Маколи), по имени одного из авторов введения этого понятия. Алгоритм расчета показателя дюрации:

$$D_{Macaulay} = \left( \sum_{i=1}^n \frac{i \times C}{(1+r)^i} + \frac{n \times N}{(1+r)^n} \right) \times \frac{1}{PV},$$

<sup>19</sup> Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. -М.: НТО, 2011.

где  $C$  – купонный платеж по облигации;  
 $n$  – период поступления  $i$ -го дохода;  
 $PV$  – приведенная (дисконтированная) цена облигации;  
 $r$  – доходность к погашению.

Показатель дюрации отражает реакцию цены облигации на изменение доходности к погашению и одновременно показывает средневзвешенное время до погашения купонов и номинала по ней. В конечном счете – чем больше показатель дюрации, тем больше риск по облигации. В Российской Федерации дюрация измеряется в днях, а в других странах может выражаться в годах. На практике часто применяется показатель модифицированной дюрации, оценивающий примерное изменение цены облигации в процентах при незначительных колебаниях рыночных процентных ставок. Расчет производится по алгоритму:

$$MD = \frac{D}{1+r}, \quad \text{где } MD \text{ – модифицированная дюрация в \%;$$

$D$  – дюрация Маколи

$r$  – доходность к погашению.

Примерное изменение цены облигации:  $\Delta P \approx \Delta r \times MD$

## Глава 6. Технологии эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг

Технологии эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг различаются в зависимости от конкретных видов долговых инструментов. В первую очередь различия обусловлены рыночным или нерыночным характером облигаций. Различны также механизмы эмиссии и обращения инструментов внутренних и внешних государственных заимствований. Как отмечалось выше, главными инструментами внутренних государственных заимствований в Российской Федерации в настоящее время выступают облигации федеральных займов (ОФЗ). Подавляющее большинство видов ОФЗ имеют рыночный характер, т.е. обращаются на вторичном рынке. Исключение составляют ОФЗ-н – облигации для физических лиц, являющиеся нерыночным инструментом. Рассмотрим установленный порядок эмиссии и обращения рыночных ОФЗ.

Участниками рынка ГКО-ОФЗ<sup>20</sup> выступают:

- Эмитент облигаций в лице Министерства Финансов Российской Федерации.
- Генеральный агент в лице Банка России, выступающий организатором рынка и платежным агентом по облигациям.
- Профессиональные участники рынка – официальные дилеры, имеющие договоры с Банком России на проведение операций на рынке ГКО-ОФЗ.
- Инвесторы – физические и юридические лица, в т. ч. нерезиденты, не являющиеся официальными дилерами.

Рынок ГКО-ОФЗ состоит из трех функциональных систем: торговая, депозитарная и расчетная. Торговая система обеспечивает проведение сделок с облигациями. Ее функции выполняет Московская биржа. Депозитарная система обеспечивает учет перехода прав по облигациям. Расчетная система обеспечивает проведение денежных расчетов по итогам совершенных сделок.

---

<sup>20</sup> Официальное название рынка, используемое в отчетности Банка России и Министерства финансов РФ.

#### Функции Торговой системы:

- Прием заявок на участие в аукционах по купле - продаже ОФЗ при их первичном размещении и на вторичных торгах.
- Регистрация сделок в соответствии с полученными заявками.
- Контроль соблюдения установленных Банком России условий торговли.
- Формирование отчетности по результатам проведенных сделок.
- Публикация итоговой информации по совершенным операциям.
- Проведение клиринга по результатам сделок.

Депозитарная система включает два уровня. Первый уровень - центральный (головной) депозитарий, представлен Национальным расчетным депозитарием (НКО ЗАО НРД), входящим в группу Московской биржи. НРД обслуживает эмитентов облигаций и субдепозитарии, представляющие второй уровень депозитарной системы. Он не может выступать дилером, инвестором, а также торговой и расчетной системой рынка ГКО-ОФЗ. Субдепозитарии обслуживают инвесторов, имеют лицензию на осуществление депозитарной деятельности. Ими могут выступать только уполномоченные дилеры рынка ГКО-ОФЗ, работающие на основании договоров с Банком России и НРД.

#### Депозитарная система выполняет следующие функции:

- Ведет счета «депо» эмитентов, субдепозитариев, а также всех владельцев, имеющих счета «депо» владельца в субдепозитариях (дилеров и инвесторов).
- Обеспечивает учет ограничений прав на ОФЗ, связанных с осуществлением операций с облигации.
- Выполняет переводы по счетам «депо» в соответствии с результатами проведенных операций.

- Осуществляет взаимодействие с эмитентами, дилерами и торговой системой рынка ГКО-ОФЗ при размещении и обслуживании выпусков облигаций.

Расчетная система призвана обеспечивать проведение денежных расчетов по итогам совершенных сделок с ОФЗ. Она представляет собой совокупность расчетных центров (расчетных палат) организованного рынка ценных бумаг в лице ряда небанковских кредитных организаций, действующих на основании договоров с Банком России, а также расчетных подразделений ЦБ РФ. Деятельность расчетной системы организует и регулирует Банк России.

С 2006 по 2017 г. функции главного расчетного центра выполнял Банк «Национальный клиринговый центр» (АО). Главным расчетным центром в настоящее время выступает НКО НКЦ (АО) (небанковская кредитная организация «Национальный Клиринговый Центр»), единственным акционером которой является ПАО «Московская биржа». НКО НКЦ (АО) выполняет функции клиринговой организации и центрального контрагента (ЦК) на финансовом рынке.<sup>21</sup> Расчетные центры, расположенные в отдельных регионах страны, действуют путем открытия счетов дилеров и осуществления операций по этим счетам. Расчетные подразделения ЦБ РФ представлены его территориальными учреждениями и структурными подразделениями, уполномоченными осуществлять денежные расчеты по итогам торгов.

Первичное размещение ОФЗ осуществляется в следующих формах:

- Аукционы, проводимые Торговой системой.
- Закрытая подписка путем заключения Минфином России прямых договоров купли-продажи облигаций без регистрации участников в Торговой системе.
- Доразмещение в форме аукциона или по фиксированной цене предложения Банком России.

---

<sup>21</sup> <http://nationalclearingcentre.ru/viewCatalog.do?menuKey=5>

Участники аукционов – официальные дилеры, могут выставять два вида заявок: конкурентные и неконкурентные. В конкурентных заявках указывается количество приобретаемых облигаций и цена покупки. Удовлетворение таких заявок происходит по указанным в них ценам, если они равны или превышают «цену отсечения» аукциона.<sup>22</sup> В неконкурентных заявках указывается количество приобретаемых облигаций, а цена приобретения не указывается. Удовлетворение таких заявок осуществляется по средневзвешенной цене аукциона, а объем сделки определяется суммой денежных средств, зарезервированных покупателем, для покупки облигаций. При этом Банк России вводит ограничения на предельный объем неконкурентных заявок, выставленных официальными дилерами.

По завершении приема заявок на аукцион, Торговая система формирует их сводный реестр. В соответствии с ним Министерство Финансов Российской Федерации определяет «цену отсечения», исходя из установленного объема выпуска облигаций, и доводит ее до Банка России. Действуя от имени и за счет эмитента, Банк России вводит в Торговую систему заявку на продажу совокупного объема выпуска облигаций по «цене отсечения». При этом все конкурентные заявки будут удовлетворены по указанным в них ценам, если они не ниже «цены отсечения». Все неконкурентные заявки будут удовлетворены по средневзвешенной цене аукциона. Аукцион по первичному размещению признается состоявшимся, если было продано не менее 20% объема размещаемого выпуска ОФЗ по номинальной стоимости.

---

<sup>22</sup> Минимальная цена, по которой продавец согласен продать выставленный на продажу лот (Голландский аукцион).

## **Глава 7. Регулирование рынка государственных и муниципальных ценных бумаг**

Система регулирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в мировой практике включает нормативно-правовые акты, а также государственные органы регулирования и контроля. Каждая страна имеет особенности методов и инструментов регулирования, но существует ряд единых элементов, присущих регулированию рынков государственного долга разных государств. Такими элементами являются:

- Статус ценных бумаг и статус заемщиков.
- Объемы эмиссии и доходность долговых обязательств.
- Порядок эмиссии и размещения облигаций.
- Деятельность профессиональных участников рынка и инвесторов.
- Налогообложение доходов/прибыли от деятельности на рынке.

В Российской Федерации контроль и регулирование рынка государственных ценных бумаг осуществляется органами как законодательной, так и исполнительной власти. Направлениями регулирования являются:

- Правовое регулирование.
- Создание и наделение полномочиями органов регулирования.
- Налоговое регулирование.

Фундаментом правового регулирования рынка государственных ценных является Конституция Российской Федерации. Правовое регулирование заключается в разработке и принятии государством законодательно - нормативных документов, часть которых направлена на регулирование рынка ценных бумаг страны в целом, а другая имеет отношение только к регулированию государственных заимствований. К первым относятся: Гражданский кодекс РФ, Закон о рынке ценных бумаг, Закон о Центральном банке Российской Федерации (Банке России), Закон о банках и банковской деятельности и многие другие. Ко вторым - Бюджетный кодекс Российской Федерации (статья 114), Закон об особенностях эмиссии и обращения

государственных и муниципальных ценных бумаг, а также другие законы и многочисленные подзаконные акты в виде указов Президента, постановлений Правительства РФ, приказов Минфина РФ, положений и инструкций Банка России и др. Главными органами регулирования рынка государственных и муниципальных ценных бумаг в Российской Федерации являются Министерство финансов РФ и Банк России – в качестве мегарегулятора финансового рынка.

Согласно Бюджетному кодексу предельный объем выпуска государственных ценных бумаг Российской Федерации по номинальной стоимости устанавливается Правительством РФ в соответствии с верхним пределом государственного долга, устанавливаемым федеральным законом о Федеральном бюджете на очередной финансовый год и плановый период. Аналогично, предельный объем выпуска ценных бумаг субъекта Федерации и муниципального образования устанавливается соответственно высшим исполнительным органом государственной власти субъекта Федерации, представительным органом муниципального образования в соответствии с верхним пределом государственного долга субъекта Федерации, муниципального долга, установленным законом (решением) о соответствующем бюджете. Процедура эмиссии государственных ценных бумаг Российской Федерации, субъектов Федерации, а также муниципальных ценных бумаг регулируется ФЗ от 29.07.1998 г. N 136-ФЗ (ред. от 14.06.2012 г.) "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг".

В части подзаконных актов широко используются постановления правительства, например: Постановление Правительства РФ от 15.05.1995 г. N 458 (ред. от 14.12.2016) «О Генеральных условиях эмиссии и обращения облигаций федеральных займов». Генеральные условия регламентируют порядок эмиссии и обращения государственных облигаций, устанавливают правила подготовки и публикации отчетности по итогам заимствований.

Документ служит основой для утверждения Минфином РФ нормативного документа «Условия эмиссии и обращения государственных ценных бумаг».

Применяются также положения и инструкции Банка России, например: Положение ЦБ РФ от 25.03.2003 г. N 219-П (ред. от 17.10.2011) «Об обслуживании и обращении выпусков федеральных государственных ценных бумаг»; Инструкция Банка России от 17.10.2018 N 192-И "О порядке лицензирования Банком России видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг".<sup>23</sup> Издание таких документов предусмотрено ФЗ "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг". Помимо роли финансового агента правительства по обслуживанию и обращению государственных ценных бумаг, Банк России с помощью этих инструментов проводит политику денежно-кредитного регулирования экономики страны, в частности использует операции на открытом рынке.

Минфин РФ, в целях регулирования рынка государственных ценных бумаг, издает множество приказов, например: Приказ от 27.04.2002 г. № 37н "Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа с амортизацией долга"; Приказ от 15.03.2017 г. № 38н "Об утверждении Условий эмиссии и обращения облигаций федерального займа для физических лиц"; Приказ от 16.03.2018 г. N 149 "Об эмиссии облигаций федерального займа с индексированным номиналом N 52002RMFS". Приказами Минфина утверждаются условия эмиссии и обращения каждого выпуска облигаций, и регламентируются действия «Департамента государственного долга и государственных финансовых активов» по обеспечению эмиссии, а также устанавливаются контрольные функции.

Государственная система налогообложения играет особую роль в регулировании фондового рынка. Обладая большой потенциальной возможностью стимулирования инвестиций, она оказывает существенное

---

<sup>23</sup> Обновлен порядок лицензирования Банком России брокерской, дилерской деятельности, деятельности по управлению ценными бумагами, депозитарной деятельности, деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг и деятельности форекс-дилера.

влияние на эффективность функционирования рынка ценных бумаг. Налоговое регулирование рынка государственных и муниципальных ценных бумаг, представленного преимущественно долговыми инструментами, составляет часть системы налогового регулирования фондового рынка в целом, которое регламентирует:

- Установление круга налогоплательщиков.
- Установление объектов налогообложения.
- Определение налоговой базы и налоговых ставок.
- Исчисление сумм налога, порядок и сроки его уплаты.
- Установление ответственности налогоплательщиков.

Главным документом налогового регулирования рынка ценных бумаг выступает часть вторая Налогового кодекса РФ. Она устанавливает порядок налогообложения доходов физических лиц и прибыли организаций. Доходы (убытки) определяются как суммы доходов по совокупности сделок, совершенных за налоговый период (год), за вычетом сумм убытков.

Статьи доходов на российском рынке долговых инструментов, которые могут облагаться налогом:

- Купонный доход.
- Положительная разница между ценой покупки и продажи.
- Накопленный купонный доход (НКД) при продаже.
- Курсовая разница еврооблигаций.

Отдельные доходы по долговым инструментам не подлежат налогообложению, в частности: суммы процентов по государственным казначейским обязательствам, облигациям и другим государственным ценным бумагам бывшего СССР, Российской Федерации, а также по облигациям и ценным бумагам, выпущенным по решению представительных органов местного самоуправления; выигрыши по облигациям государственных займов РФ и суммы, получаемые в погашение указанных

облигаций.<sup>24</sup> Отсюда следует, что купонный доход инвесторов по всем облигациям федеральных займов (ОФЗ) освобождён от налогообложения. Это справедливо, поскольку взимать налог с дохода, выплачиваемого государством за предоставленные ему же в долг финансовые ресурсы, было бы не правильным. Это относится и к муниципальным облигациям, владельцы которых получают полную сумму купонных выплат.

В то же время другие статьи доходов по государственным ценным бумагам не освобождаются от налогообложения. Налог в размере 13% уплачивается, если:

- ОФЗ приобретена с дисконтом и погашена по номинальной стоимости. Налог будет удержан с разницы цен покупки и погашения. Однако, если ОФЗ принадлежала инвестору более трех лет, то на них предусмотрен инвестиционный налоговый вычет по НДФЛ. Налоговый вычет на владение ценными бумагами в этом случае предоставляется на основании заявления держателя по установленной форме.

- ОФЗ продана раньше срока погашения по цене, превышающей цену покупки. Налог будет удержан с разницы цен покупки и продажи.

- ОФЗ продана раньше срока погашения с имеющимся накопленным купонным доходом (НКД). Налог будет удержан с суммы НКД.<sup>25</sup> Поэтому более выгодно продавать облигацию сразу после очередной купонной выплаты.

Доход полученный при погашении дисконтных (бескупонных) облигаций, изначально продаваемых эмитентом дешевле номинала, в отличие от разницы между ценами покупки и продажи на бирже, относится к процентному доходу и налогом не облагается.<sup>26</sup> Перечисленные случаи

---

<sup>24</sup> Налоговый кодекс Российской Федерации, часть вторая: п. 25, ст. 217.

<sup>25</sup> Письма Министерства финансов Российской Федерации от 24.05.2018 г. № 03-04-06/35285 и от 18.06.18 г. № 03-04-07/41907.

<sup>26</sup> Налоговый кодекс Российской Федерации, часть вторая: п. 3 ст. 43; п. 17.2 ст. 217.

распространяются как на физических, так и на юридических лиц, владеющих государственными и муниципальными облигациями.<sup>27</sup>

Эти же правила уплаты налогов распространяются и на нерыночные ОФЗ-н (народные), выпущенные Минфином РФ для физических лиц. Однако при отсутствии налогообложения повышенных купонных выплат, по ним установлены агентские вознаграждения официальным дилерам Банка России (Сбербанк РФ и ВТБ), составляющие 1,5% от суммы сделки, что более существенно любых налогов при биржевом обороте.

Доходы от индексации номинала ОФЗ-ИН (индексируемые по уровню инфляции), в соответствии с письмом Минфина России от 14.07.2015 N 03-03-10/40395, признаются процентным доходом, и НДФЛ не облагаются. Разность превышения цены облигации над номиналом, при продаже/погашении и покупке - налогообложению подлежит.

Погашение номинальной стоимости облигаций ОФЗ-АД (с амортизацией долга) осуществляется частями. При этом финансовый результат (прибыль/убыток) относится к налоговой базе за текущий год «пропорционально доле доходов, полученных от частичного погашения».<sup>28</sup> То-есть, если облигация куплена дешевле номинала, разница цен, в размере пропорциональном ежегодному проценту амортизации долга, ежегодно подлежит налогообложению.

Правила налогообложения доходов по государственным еврооблигациям (номинированы в иностранной валюте) те же, что для ОФЗ. Однако, НДФЛ в размере 13% будет удержан с положительной курсовой разницы между днями покупки и продажи/погашения облигаций, пересчитанной в рублях по курсу Банка России.

Порядок удержания налога определен статьей 226.1 НК РФ и разъясняется письмом Минфина России от 24 мая 2018 г. N 03-04-06/35287. Налоговыми агентами выступают брокеры, большинство которых

---

<sup>27</sup> <https://ofzdohod.ru/bonds/parametry-i-dokhodnost/nalogi/>

<sup>28</sup> Налоговый кодекс Российской Федерации, часть вторая: п. 13 ст. 214.1.

проводят все операции через брокерский счет. При выводе денег с брокерского счета в конце года брокер рассчитывает совокупный результат по всем операциям, т.е. определяет налоговую базу. Если она превышает нулевое значение – налог начисляется, если – нет, налог не берется. По заявлению владельца брокерского счета убыток может быть перенесен на следующие периоды. Отдельные брокеры, в частности ВТБ, могут выплачивать купонный доход через депозитарий на банковский счет клиента, не используя брокерский счет. В этом случае налоговым агентом выступает депозитарий, удерживающий налог сразу при выплате купонного дохода. При этом налог удерживается не с совокупной налоговой базы за год, а с конкретного купона.

## **Глава 8. Особенности крупнейших национальных рынков государственных и муниципальных ценных бумаг**

В разных странах названия рынков правительственных заимствований различаются. Они могут называться рынками: государственных облигаций; национального или государственного долга; правительственных займов; государственных инструментов с фиксированной ставкой и др., например, рынок «золотообрезных» облигаций в Великобритании (на сертификатах бумаг имеется кайма золотого цвета).

Исходя из сроков привлечения ресурсов различаются и названия инструментов. Самый короткий срок - 3 месяца, имеют инструменты, называемые краткосрочными бумагами денежного рынка. В отдельных странах так называют инструменты, с помощью которых привлекают денежные ресурсы на срок до 1 года. Государство, как правило, предлагает такие бумаги первоклассным заемщикам – банкам, осуществляющим операции с ними главным образом на межбанковском рынке и редко на биржевом. Краткосрочными облигациями называют инструменты, позволяющие привлекать ресурсы на срок от 1 до 5 лет. Сделки с ними в подавляющем большинстве проводятся ограниченным кругом инвестиционных институтов на биржевом рынке и не представляют интереса для частных инвесторов. Надо иметь в виду, что краткосрочные бумаги денежного рынка и краткосрочные облигации выступают принципиально разными инструментами.

В недалеком прошлом название «рынок среднесрочных займов» или «рынок среднесрочных облигаций» использовалось только Великобританией и США. В Великобритании его представляют облигации со сроком погашения от 5 до 15 лет, а в США – от 2 до 10 лет. Относительно недавно государственные облигации со сроком обращения 20 и более лет стали выпускать в Германии и Японии. Рынки с такими сроками обращения долговых инструментов называют долгосрочными. На долгосрочных рынках

государственных заимствований сроки обращения инструментов могут достигать 30 лет.

Названия: краткосрочный, среднесрочный и долгосрочный рынки не адекватны в части понимания сроков погашения инструментов в разных странах. В Великобритании, например, под сроком погашения имеется ввиду период времени, остающийся с текущего момента до даты погашения облигации, а не от времени начала ее обращения. Поэтому, облигация, выпущенная в стране 20 лет назад будет считаться краткосрочной, если срок ее погашения наступает, допустим, через 2 года. Срок погашения облигации в США – напротив, определяется периодом от времени начала обращения до даты погашения. В развитых странах имеют место прецеденты выпуска бессрочных государственных облигаций.<sup>29</sup>

Выплата дохода по облигациям основана на двух основных методах. Краткосрочные облигации, как правило, являются дисконтными/бескупонными, т.е. изначально продаются со скидкой к номиналу, а погашаются, как и другие виды - по номиналу. Среднесрочные и долгосрочные облигации называют купонными/процентными. Доход устанавливается в виде фиксированного процента/купона к их номинальной стоимости. Выплата купонного дохода может производиться один раз в год либо чаще – раз в полгода. Во втором случае доходность облигации для инвестора будет выше, если он реинвестирует полученные доходы. В редких случаях государство сочетает одновременно оба метода выплаты дохода, размещая купонные облигации с дисконтом. Помимо рассмотренных, существует метод индексации купонных платежей по облигациям. На основе публикуемой статистики по инфляции – ценовой индекс, государство может изменять размеры купонных платежей и основную сумму долга облигаций отдельных видов. Это позволяет защитить доходы и вложения инвестора от обесценивания. Основанием для индексации может служить также изменение

---

<sup>29</sup> Базовый курс по рынку ценных бумаг. Учебное пособие. -М.: Фонд «Институт фондового рынка и управления», 2004. С.32.

рыночных краткосрочных и среднесрочных процентных ставок, например, ЛИБОР.

Привлечение финансовых ресурсов посредством государственных облигаций может осуществляться в форме траншей, т.е. последовательного ряда выпусков частей займа. Это происходит в случае, когда у правительства нет потребности получения всей суммы займа единовременно. Дополнительные выпуски осуществляются с учетом успешности предыдущих. Может использоваться также выпуск облигаций с частичной оплатой, когда инвестором сначала вносится часть необходимой суммы, а остальное гарантированно выплачивается позже. В этом случае эмитент устанавливает более низкий размер дохода по облигации, что связано с меньшим уровнем риска для инвестора. Обязательство по выплате оставшейся части суммы при продаже облигации переходит к новому держателю.

Для успешности планируемого очередного облигационного займа правительство вынуждено объективно оценивать и сочетать свои собственные интересы с интересами потенциальных инвесторов. Речь идет о процентной ставке, устанавливаемой по государственным облигациям, размер которой зависит от ряда факторов. Одним из них выступает степень доверия инвесторов к правительственным долговым инструментам, которая связана с долгосрочной стабильностью выполнения государством своих долговых обязательств, т.е. с его кредитным рейтингом. Чем выше кредитный рейтинг, тем более низкая процентная ставка удовлетворит инвесторов. Другим фактором выступает уровень инфляции в стране, оказывающий глобальное влияние на все долговые отношения в обществе. Чем меньше уровень инфляции, тем более низкую процентную ставку примут кредиторы.

Организация национальных рынков государственных и муниципальных ценных бумаг развитых стран во многом похожа и, в то же время, в каждой стране имеются свои особенности.

**США** обладают Крупнейшим в мире рынком правительственных облигаций. Рынок страны делится на три сегмента: краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных государственных ценных бумаг. Краткосрочный сегмент представлен казначейскими векселями Treasury Bills и T-Bills, являющимися бескупонными дисконтными инструментами. Казначейские бумаги или ноты Treasury Bonds и T-Bonds представляют среднесрочный сегмент. Они являются купонными бумагами со сроками обращения от 2 до 10 лет. Долгосрочный сегмент представлен выпускаемыми на срок более 10 лет купонными казначейскими облигациями Treasury Bonds и T-Bond. Независимо от срока, остающегося до погашения, они будут продолжать иметь статус казначейских облигаций.

Участниками рынка выступают признанные Федеральной резервной системой (ФРС) США первичные дилеры. Министерство финансов США проводит аукционы, в которых они участвуют, подавая заявки двух видов, а именно: конкурентные и неконкурентные. В конкурентных заявках первичные дилеры указывают количество ценных бумаг, которое они хотели бы приобрести и желаемую ставку доходности по ним. Неконкурентные заявки содержат только количество ценных бумаг для приобретения по средней ставке доходности, сложившейся по конкурентным предложениям.

Обязанностью первичных дилеров, которых на вторичном рынке называют маркет-мейкерами (market-maker), является выставление двусторонних котировок на государственные ценные бумаги, приобретенные на аукционах первичного рынка. При заключении сделок они могут выступать от имени и за счет средств клиентов, т.е. в качестве агентов, а также от своего имени и за свой счет – в качестве принципалов. На вторичном рынке существует также немногочисленная категория междилерских брокеров, осуществляющих посредничество между крупными дилерами, заинтересованными в анонимности совершаемых ими оптовых сделок. Заключение сделок происходит посредством телефонной связи и

через электронные торговые системы. Расчеты между их участниками осуществляются либо в день заключения сделки, либо на следующий день, т.е. по системе T+1. Для этого на счет в одном из банков ФРС вносятся необходимые денежные суммы, а перерегистрация прав собственности на ценные бумаги происходит через электронную систему учета, называемую в США системой «телеграфных переводов».

**Великобритания**, также как США, имеет рынок правительственных облигаций, разделенный на три сегмента. Отличие заключается в том, что срок обращения краткосрочных бумаг составляет до 5 лет, среднесрочных – до 15 лет и долгосрочных – до 30 лет. Первоклассные государственные ценные бумаги Великобритании называют «золотообрезными» облигациями (на сертификатах бумаг имеется кайма золотого цвета).

Напомним, что в стране деление рынков по временному признаку устанавливается в зависимости от срока, остающегося до погашения облигаций, а не от начала их эмиссии. Кроме того, в обращении находятся бессрочные облигации Казначейства Великобритании, выпущенные еще в XVIII веке. В настоящее время рассматривается возможность эмиссии 100-летних и новых бессрочных государственных облигаций с рекордно низкими ставками дохода. Государственные облигации Великобритании имеют определенные названия, указывающие на правительственный департамент или на цели эмиссии, например - Конверсионные, Казначейские, Финансовые, Военные займы и т.п. Если раньше названия займов свидетельствовали о различии статуса облигаций, то в настоящее время статус всех государственных облигаций одинаков.

Структура рынка государственных ценных бумаг Великобритании, после принятия в 1986 г. Закона о финансовых услугах, имеет много общих черт с рынком США. Существовавшее с начала XX века разделение функций брокеров и джобберов/дилеров в биржевой торговле - на Лондонской фондовой бирже (LSE), сменилось возможностью совмещения их функций.

Заключение сделок происходит посредством телефонной связи и через электронные торговые системы при посредничестве компаний - маркет-мейкеров (GEMMs) по «золотообрезным» облигациям. Для этих целей компания должна быть уполномочена Банком Англии, что решается созданием в ней отдельного структурного подразделения с собственным капиталом установленного минимального размера. При первичном размещении государственных бумаг GEMMs подают заявки Банку Англии для участия в аукционе. Для совершения крупных анонимных сделок на вторичном рынке (без обязательств информирования Лондонской фондовой бирже) маркет-мейкеры прибегают к услугам междилерских брокеров. Электронная система расчетов по сделкам, проводимая Банком Англии, осуществляется по системе T+1. Перечисление денежных средств предшествует поставке ценных бумаг. Существует также возможность покупки ценных бумаг через коммерческие банки.

**Япония** выпускает государственные облигации, как и Великобритания, имеющие определенные названия, связанные с целями займов, например - строительные займы, займы для финансирования дефицита бюджета и др. Их статус не различается. Период обращения долгосрочных облигаций, традиционно в прошлом составлявший 10 лет, в настоящее время расширен. В стране выпускаются т.н. сверхдолгосрочные облигации, обращающиеся 20 и более лет. Купонные доходы выплачиваются два раза в год по установленным правительством датам. Погашение государственных облигаций в стране традиционно происходит единовременным платежом по завершении срока обращения.

Банки, институциональные инвесторы и специализированные компании по торговле ценными бумагами - андеррайтеры, подписываются на большую часть (60%) суммы очередного правительственного займа. Меньшая часть займа, на которую не подписались андеррайтеры, реализуется широкому кругу инвесторов в форме аукциона. Цена приобретения бумаг,

предлагаемая андеррайтерам, устанавливается исходя из средней цены конкурентных заявок, поданных на аукцион, уменьшенной на относительно невысокую премию за андеррайтинг.<sup>30</sup>

Государственные облигации Японии до начала 2013 г. котировались на Токийской фондовой бирже (TSE). В настоящее время, после поглощения ею фондовой биржи г. Осака, котировки осуществляет объединенная группа Japan Exchange Group, Inc. Облигации продаются и покупаются лотами по 1000 йен в период торговых сессий. Однако, большая часть объема торговли государственными облигациями приходится на внебиржевой рынок. При расчетах по сделкам используется система T+4.

**Германия** выпускает, в основном, долгосрочные правительственные облигации с периодом обращения 10 и более лет (Bunds). В недалеком прошлом, после воссоединения страны, государством была начата эмиссия т.н. «Облигаций единства». Выпускаются также среднесрочные облигации BOBL (Bundesobligationen) и SCHATZ (Schatzanweisungen), сроком обращения 5 лет, предназначенные для резидентов и нерезидентов.

Облигации всех видов имеют официальные котировки на фондовых биржах страны, но аналогично Японии, большая часть сделок приходится на внебиржевой рынок, участниками которого выступают крупные банки. Все немецкие фондовые биржи представляют собой некоммерческие организации т.е. являются учреждениями публичного характера. Фондовые биржи объединены в общество акционерного типа «Немецкая биржа АГ». Поэтому правила торгов на всех биржах Германии едины. Франкфуртская биржа (FSE) является ведущей биржей страны.

При размещении государственных ценных бумаг, аналогично Японии, частично используется аукцион и частично андеррайтинг. Оставшаяся часть эмиссии размещается Бундесбанком - центральным банком страны. Он использует эти бумаги для проведения интервенций на рынке в целях

---

<sup>30</sup> Базовый курс по рынку ценных бумаг. Учебное пособие. -М.: Фонд «Институт фондового рынка и управления», 2004. С.36.

регулирования процентных ставок. В Германии используется централизованная система электронных расчетов по денежным средствам и ценным бумагам (Deutsche Borse Clearing AG). Используются также расчетно-клиринговые палаты для еврооблигаций CEDEL и Euroclear. Расчеты осуществляются в системе T+3.

**Китай** традиционно размещает большие объемы государственных ценных бумаг. К ним относятся казначейские облигации Министерства финансов и финансовые облигации государственных банков развития, а также векселя Центрального банка - Народного банка Китая (НБК). Эти инструменты доминируют на фондовом рынке страны. Их доля превышает 60% совокупного объема рынка долговых бумаг.<sup>31</sup>

Министерство финансов КНР является эмитентом казначейских облигаций. Эти инструменты имеют сроки обращения до 50 лет. Доходы по ним не подлежат налогообложению.<sup>32</sup> Главными эмитентами финансовых облигаций выступают три государственных банка: Банк развития Китая, Экспортно-импортный банк Китая и Банк аграрного развития Китая. Облигации этих банков гарантируются центральным правительством страны. Для выпуска финансовых облигаций государственными банками развития требуется разрешение НБК. В настоящее время он имеет самые большие в мире золотовалютные резервы, размер которых превышает 3 трлн долларов США.

Особенностью долгового рынка Китая является эмиссия и обращение значительного объема собственных векселей НБК. Эти преимущественно краткосрочные ценные бумаги, используемые Центральным банком для денежно-кредитного регулирования экономики страны.<sup>33</sup> Сроки обращения

---

<sup>31</sup> [https://studref.com/308085/finansy/kitayskiy\\_rynok\\_dolgovyh\\_instrumentov](https://studref.com/308085/finansy/kitayskiy_rynok_dolgovyh_instrumentov)

<sup>32</sup> Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Диссертация на соискание ученой степени к.э.н. Научный руководитель: д.э.н., профессор Я.М. Миркин. Москва – ВЗФЭИ, 2009. С. 73-75.

<sup>33</sup> Рубцов Б.Б. Финансовый рынок КНР//Портфельный инвестор. -2009, №10, с.29-32.

этих инструментов составляют от 3 месяцев до 3 лет. Торговля ими осуществляется на межбанковском рынке. Кроме того, эмитентами долговых обязательств, аналогичных муниципальным бумагам США, выпускают местные власти КНР. Сроки обращения этих бумаг составляют 3, 5 и 7 лет. Доходы по ним также освобождены от налогообложения.

До начала XXI века размещение государственных долговых инструментов КНР осуществлялось преимущественно административными методами, несмотря на наметившийся переход к рыночным технологиям. Министерство финансов страны устанавливало объемы размещения по провинциям, финансовые органы которых распределяли их по предприятиям, а последние – среди работников. Параллельно предпринимались попытки рыночного размещения государственных ценных бумаг посредством андеррайтинга и аукционов, не имевшие большого успеха. Высокая степень централизации и жесткое регулирование эмиссии государственных и финансовых облигаций характерно для рынка ценных бумаг страны.

## СЛОВАРЬ ПОНЯТИЙ И ТЕРМИНОВ

\* А \*

**Агент по размещению государственных облигаций** – в РФ, например, агентом по размещению Облигаций государственного сберегательного займа выступает Сбербанк России.

**Адресная заявка** – заявка на сделку с указанием контрагента, с которым планируется заключение сделки.

**Айсберг-заявка** – лимитная заявка со скрытым количеством.

**Алгоритмическая торговля** – см. Торговля высокочастотная.

**Альтернативные биржевые рынки** - существуют на фондовых биржах отдельных развитых стран наряду с основным рынком. Отличаются менее жесткими требованиями к качеству ценных бумаг и предназначены для облегчения доступа отдельным эмитентам на фондовую биржу. Объем оборота этих рынков существенно ниже основного.

**Андеррайтинг (underwriting)** - подписание соглашения между банковским синдикатом и крупной корпорацией - эмитентом о сотрудничестве в организационно-технической подготовке очередного выпуска и гарантировании размещения ценных бумаг корпорации на рынке. Гарантия размещения реализуется покупкой синдикатом к определенному сроку не размещенных им ценных бумаг. Часто **андеррайтер**, подписывает соглашение о гарантировании размещения только определенной части выпуска ценных бумаг и приложении максимума усилий (т.е. без обязательств выкупа) при размещении оставшейся.

**Андеррайтер (underwriter)** – профессиональный участник рынка ценных бумаг или их группа, обслуживающая и гарантирующая размещение ценных бумаг эмитента на первичном рынке. Андеррайтер должен иметь лицензию брокера.

**Аннуитет** - фиксированные, одинаковые по размеру выплаты купонного дохода по облигациям в течение ряда лет или другие аналогичные платежи.

**Арбитраж** - операция, деятельность по извлечению прибыли за счет одновременной купли-продажи одних и тех же ценных бумаг на разных рынках при различии котировок на них. Арбитраж не носит спекулятивного характера.

**Аукцион голландский** – осуществляется удовлетворение заявок, цена в которых равна или превышает цену отсечения, по цене заявок.

**Аукцион двойной** – одновременная конкуренция продавцов и покупателей.

**Аукцион залповый (онкольный)** – при недостаточно ликвидном рынке и нерегулярном совершении сделок, осуществляется определение цены, единой для всех участников аукциона.

**Аукцион заочный (закрытый)** – объявляется продажа определенного количества бумаг в течение определенного времени, а покупатели подают заявки с указанием цен. Так осуществляется первичное размещение государственных облигаций РФ.

**Аукцион непрерывный** – постоянное поступление заявок на покупку и продажу активов, и заключение сделок при совпадении условий.

**Аукцион покупателя** – когда много продавцов и мало покупателей, объявляется отпавшая самая высокая цена, а затем ставки снижаются.

**Аукцион продавца** – когда мало продавцов и много покупателей, объявляется отпавшая минимальная цена, а затем ставки повышаются.

**Аукцион простой** – конкурируют только покупатели либо только продавцы.

**Базисный пункт** – единица измерения количественных изменений курса ценных бумаг, валюты и индексов, как правило- 0,01%.

**Банковский синдикат** - объединение на договорной основе нескольких, остающихся юридически самостоятельными, банков для выполнения совместной работы. Синдикаты создаются для посредничества на первичном рынке ценных бумаг (см. андеррайтинг), предоставления синдицированных кредитов крупным заемщикам и т.д.

**Бенефициар** - лицо, которому предназначен денежный платеж, получатель денег, вкладчик.

**Бескупонная облигация** - продается с дисконтом (скидкой к номиналу), а погашается по номинальной стоимости. За счет этого инвестор единожды получает доход. Как правило, это краткосрочные облигации.

**Бета-коэффициент** — показатель, рассчитываемый для ценной бумаги или портфеля ценных бумаг. Является мерой рыночного риска, отражая изменчивость доходности ценной бумаги (портфеля) по отношению к доходности портфеля (рынка) в целом (среднерыночного портфеля).

**Бид** - рыночная цена покупателя (цена спроса).

**Биржевая сессия** - называется время проведения торгов на фондовой бирже, в течение которого заключаемые сделки оформляются и исполняются через биржу.

**Биржевое модифицированное РЕПО (БМР)** - Модификация традиционных операций РЕПО, разработанная Банком России в 2001 г. для проведения операций со ставшими неликвидными облигациями федерального займа (ОФЗ), находящимися в его портфеле. Отличия от традиционных операций РЕПО:

- более короткий срок размещения ОФЗ, что оказывает влияние на их рыночную цену;
- обратный выкуп ОФЗ осуществляется ЦБРФ у фактического держателя бумаг, а не у начального контрагента;
- возможность свободного обращения ОФЗ, проданных на условиях БМР на вторичном рынке (фондовой бирже) на основе безотзывной публичной оферты;
- возможность использования ОФЗ, проданных на условиях БМР, в качестве обеспечения по операциям прямого РЕПО с ЦБРФ или в качестве залога, при получении у него ломбардных кредитов.

БМР осуществляется в соответствии с Положением «О порядке продажи Банком России государственных ценных бумаг с обязательством обратного

выкупа» от 11.01.2002 г. № 176-П. (Безотзывная оферта – см. Приложение 6 к Положению № 176-П от 11.01.2002 г.).

**Биржевой приказ** (ордер, заявка) – поручение клиента (трейдера) брокеру на совершение биржевой сделки.

**Биржевой рынок** – это организованный рынок ценных бумаг, торговля на котором ведется строго по установленным правилам и только между биржевыми посредниками, которые тщательно отбираются среди всех других участников рынка.

**Биржевой стакан** – таблица заявок на покупку и продажу ценных бумаг на фондовом рынке.

**Биржевые индексы** – см. Фондовые индексы.

**Биржевые облигации** - финансовый инструмент, не требующий регистрации эмиссии регулятором, бумаги регистрируются самой биржей. При эмиссии этих бумаг нет необходимости платить государственную пошлину за регистрацию выпуска. Это удобная и наиболее лёгкая форма привлечения краткосрочного капитала.

**Брокер** - профессиональный участник рынка ценных бумаг, оказывающий за комиссионное вознаграждение посреднические услуги клиентам фондовой биржи за счет средств клиентов. Заключает с клиентами договора комиссии и договора-поручения.

**Брокерская деятельность** – деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом.

**Bearer bonds** – долговые бумаги на предъявителя.

**Benchmark** – ориентир доходности для еврооблигаций: номинированных в долларах США - американские казначейские 10-летние облигации; номинированных в евро – немецкие долгосрочные облигации.

\* В \*

**Ваучер** - обиходное название государственного приватизационного чека, обращавшегося на российском рынке в 1992 - 1994 гг. По своей экономической сущности эквивалентен **варранту**.

**Волатильность** – неустойчивость, степень изменения рыночной цены (конъюнктуры), мера риска, основанная на расчете стандартного (среднеквадратического) отклонения доходности актива от среднего значения. **Волатильность историческая** - по прошлым данным, и **волатильность ожидаемая** - прогнозная. Существуют **индексы волатильности** (в т. ч. среднегодовой), возрастание которых свидетельствует об увеличении риска, в частности **российский индекс волатильности – RTS VX**, рассчитываемый на Московской бирже.

**Вторичный рынок ценных бумаг** – вторая и все последующие продажи ценной бумаги. См. также «Первичный рынок...».

**Высокочастотный трейдинг** – см. Торговля высокочастотная.

\* Г \*

**Гибридные ценные бумаги** - комбинации классических видов ценных бумаг со срочными контрактами.

**Гипотеза эффективности рынка** (*efficiency market hypothesis, EMH*) – сущность: 1) Все рынки можно разделить по степени информационной прозрачности; 2) Рынок является эффективным в отношении какой-либо информации, если она сразу и полностью отражается в цене актива.

**Графический анализ** – графическое представление движения цены актива. Типы графиков (chart): линии, бары, свечи, крестики-нолики, профиль рынка, спрос и предложение, гистограмма.

**«Грязная» цена облигации** – сумма чистой цены облигации и накопленного купонного дохода. См. **текущая (чистая, рыночная) стоимость облигации**.

**Деинтермедиация** – снижение роли банковских посредников в перераспределении капитала, увеличение роли рынка ценных бумаг.

**Делистинг** - процедура обратная листингу.

**Депозитарий** – профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность. Виды: 1) Кастодиальные депозитарии (кастодианы); 2) Расчетные депозитарии.

**Депозитарная деятельность** - вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществление юридическим лицом учета прав на ценные бумаги и их перехода, а также хранения сертификатов ценных бумаг.

**Депозитарные расписки** - (см. международные депозитарные расписки).

**Депорт** - (фр. *deporte*) срочная сделка биржевого и внебиржевого вторичных рынков, заключаемая «медведями» с целью получения прибыли за счет понижения курса ценных бумаг. Включает две операции: покупка ценных бумаг на условиях *spot* и продажа тех же ценных бумаг на условиях *форвард*. Сделка, обратная операции **репорт**.

**Держатели реестра владельцев ценных бумаг или регистраторы** – это юридические лица, которые предоставляют услуги по ведению реестра. См. также «Регистратор».

**Дефолт** - официальное объявление об отказе на время выполнять свои долговые обязательства.

**Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг** - вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществляется юридическими лицами - т.н. регистраторами, которые производят сбор, фиксацию, обработку, хранение и представление информации, составляющей систему ведения реестра. В настоящее время регистратором может быть только профессиональный участник рынка ценных бумаг, уполномоченный эмитентом. Является исключительным видом деятельности, т.е. не может совмещаться ни с каким другим, в отличие от иных видов деятельности.

**Деятельность по организации торговли на финансовом (товарном) рынке**, в частности на рынке ценных бумаг - вид профессиональной деятельности. Осуществляется юридическими лицами - организаторами торговли, в частности фондовыми биржами, предоставляющими участникам рынка возможность выставить в установленном порядке котировки ценных бумаг, совершать сделки в соответствии с утвержденными правилами, проводить централизованные расчеты.

**Деятельность по управлению ценными бумагами** – профессиональная деятельность по доверительному управлению ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для совершения сделок с ценными бумагами и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

**Диверсификация вложений** - один из способов снижения риска портфельных инвестиций в ценные бумаги. Заключается в рассредоточении вложений во многие направления (по видам бумаг, срокам их погашения, отраслям экономики и регионам) относительно небольшими частями.

**Диверсификация наивная** – инвестирование в различные виды активов в целях снижения общего риска по портфелю.

**Диверсификация пассивная** – инвестирование в активы, составляющие фондовый индекс.

**Диверсификация целенаправленная** – инвестирование в активы с устанавливаемыми инвестором взаимными параметрами риска и доходности.

**Дилер** - профессиональный участник рынка ценных бумаг, совершающий от своего имени и за свой счет сделки на фондовой бирже путем публичного объявления (оферты) цен покупки и/или продажи ценных бумаг с обязательством реализации сделки по объявленным ценам. Дилеры на бирже заключают сделки с брокерами и между собой.

**Дилерская деятельность** – совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством

покупки и/или продажи этих ценных бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность.

**Дисконт** - скидка, скидка к номиналу или разница между номинальной и рыночной стоимостью ценной бумаги.

**Дисконтирование** – процесс определения суммы средств, вкладываемых сегодня, чтобы получить фиксированную сумму в будущем.

**Дневная заявка** – заявка, которая, в конце дня снимается биржей.

**Доверительное управление ценными бумагами** - вид профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Осуществление индивидуальным предпринимателем или юридическим лицом от своего имени и за вознаграждение управления доверенными ему ценными бумагами и денежными средствами в интересах доверителя или лиц, указанных им.

**Договор - поручение** - одна сторона (брокер) обязуется по поручению другой стороны (клиента) совершить за комиссионное вознаграждение сделку/сделки от имени и за счет клиента.

**Договор комиссии** - одна сторона (комиссионер - брокер) обязуется по поручению другой стороны (комитента - клиента) совершить за комиссионное вознаграждение сделку/сделки от своего имени, но за счет клиента.

**Долговые обязательства (инструменты)** - ценные бумаги, определяющие заемные отношения.

**Доходность аукционная** - отношение разности цены продажи облигации на вторичном рынке и цены приобретения на аукционе к цене приобретения облигации на аукционе в процентах.

**Доходность облигации до погашения** – оценивает эффективность инвестиции в облигацию не только по купонной ставке, но и с учетом разности цен покупки и погашения.

**Доходность облигации номинальная** – ставка купона, отношение купона к номиналу в процентах.

**Доходность облигации к погашению (внутренняя доходность)** – доходность, которая будет получена при удержании облигации до погашения - эффективность инвестиции.

**Доходность облигации полная (конечная)** – полный доход по облигации, приходящийся на единицу затрат по ее покупке в расчете на год, если облигация не удерживается до погашения.

**Доходность облигации текущая** – отношение суммы купона к текущей рыночной цене облигации.

**Доходность требуемая** - ожидаемая величина прибыли или дохода, которую должен получить инвестор, чтобы принять решение о вложении своих средств в ценную бумагу.

**Доходность ценной бумаги** - отношение суммы выплачиваемого за год дохода (процента, дисконта или дивиденда) к рыночной цене ее приобретения, выраженное в процентах.

**Дюрация** – продолжительность, срок. Общепринятая шкала чувствительности цены актива с фиксированным доходом или портфеля к изменениям процентных ставок. Больше дюрация – больше риск по облигации.

**Дюрация модифицированная** – позволяет оценить примерное изменение цены облигации в ответ на малое изменение процентной ставки.

\* Е \*

**Еврооблигации (евробонды)** - долговые ценные бумаги, номинированные в иностранной валюте по отношению к стране-эмитенту и предназначенные для размещения одновременно на нескольких зарубежных фондовых рынках. Эмитентами могут выступать: международные кредитно-финансовые организации, федеральные правительства; крупные частные корпорации; местные органы власти.

**Еврооблигации защищенные** – обеспечены залогом эмитента в виде определенного актива.

**Еврооблигации гарантированные** – платежи гарантированы траст-банком.

**Euroclear** – одна из центральных международных клиринговых систем, наряду с **Clearstream** (бывшая Cedel).

\* 3 \*

**Заем облигационный** - экономические отношения хозяйствующих субъектов или исполнительных органов государственной власти с физическими и юридическими лицами, в т.ч. нерезидентами, по поводу мобилизации финансовых ресурсов путем выпуска долговых обязательств в виде облигаций.

**Залоговые аукционы в РФ** - практиковавшийся в 1995 / 97 гг. способ привлечения правительством кредитных ресурсов от частных организаций на конкурсной основе под залог акций приватизируемых предприятий, находящихся в федеральной собственности. Полученные кредитные ресурсы зачислялись в бюджет, как доходы от приватизации государственного имущества, что было некорректно в правовом отношении. В 1997 г. были запрещены законом.

**Заявка с условиями** – это любая заявка, которая требует от брокера выполнения дополнительных условий.

**Заявки конкурентные** – заявки на участие в аукционе с указанием цены и количества ценных бумаг.

**Заявки не конкурентные** – заявки на участие в аукционе без указания цены, которые удовлетворяются по средневзвешенной цене аукциона.

\* И \*

**Инвестирование** - деятельность по осуществлению долгосрочных финансовых вложений, в частности в ценные бумаги, для получения дохода или контроля над активами.

**Инвестиционный консультант** – юридическое лицо, оказывающее инвесторам услуги по формированию инвестиционного портфеля и управлению активами. Понятие и функции законом прямо не определены. Не требуется иметь лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг. См. также Финансовый консультант.

**Инвестиционный портфель (портфель ценных бумаг)** - совокупность ценных бумаг различных видов, качества и количества, принадлежащих банку или иному субъекту, в т.ч. физическому лицу, формируемая для получения дохода с учетом степени риска, выступающая как единый объект управления.

**Инвестиционный рейтинг** - комплексная оценка инвестиционной привлекательности компании, региона, страны.

**Инвестор** - юридическое или физическое лицо, осуществляющее долгосрочные вложения средств, в т.ч. в ценные бумаги, для получения дохода.

**Индоссамент** – (от лат. in – на, dorsum – спина) передаточная надпись на обороте ценной бумаги, удостоверяющая переход прав по ней к другому лицу. Виды индоссамента: именной (полный); бланковый; на предъявителя; оборотный; безоборотный; полный; частичный; переносящий все права по векселю; представляющий собой поручение.

**Индоссант** – (жирант) лицо, передающее права по ценной бумаге.

**Индоссат** – лицо, которому передаются права по ценной бумаге.

**Инсайдерская информация** - сведения, составляющие коммерческую, служебную и иную охраняемую законом тайну, распространение или предоставление которой может оказать существенное влияние на цены финансовых инструментов. Существует перечень инсайдерской информации.

**Инструменты денежного рынка** - см. Рынок денежный.

**Инструменты фондового рынка** - совокупность различных видов ценных бумаг, обращающихся на этом рынке.

**Информационная асимметрия** – неравномерное распределение информации между инсайдерами и другими участниками рынка.

**Информационные агентства** – обеспечивают оперативной текущей рыночной информацией участников рынка ценных бумаг. Главные из них: Reuters, Bloomberg, Morning Star, АК&М, Интерфакс, ПРАЙМ-ТАСС, РосБизнесКонсалтинг и др. Аналитическую информацию предоставляют издатели **финансовой прессы**.

**ИСМА** – международная ассоциация рынка капитала, созданная в 2005 г., саморегулируемая организация и торговая ассоциация международного финансового рынка.

\* К \*

**Карта рынка** - сервис, предлагаемый информационными агентствами, показывающий движение рынка за прошлый день.

**Кассовая (простая) биржевая сделка** - одна сторона продает и поставляет ценные бумаги, а другая покупает, принимает и оплачивает их. Сделка подлежит немедленному исполнению в биржевом зале или с отсрочкой до 3 дней (сделка класса "spot").

**Кастодиан** - депозитарий, обслуживающий инвесторов, мелкие брокерские фирмы и т.п.

**Классические ценные бумаги** - корпоративные и государственные облигации, а также акции.

**Клиринг** - (англ. clearing — очистка) — безналичные расчёты между участниками рынка по сделкам с ценными бумагами путём взаимного зачёта встречных требований.

**Клиринг единый** – осуществление клиринга в международных системах Euroclear, Clearstream (бывшая Cedel) при эмиссии еврооблигаций.

**Клиринговая деятельность** - вид профессиональной деятельности на финансовом, товарном рынках, в частности на рынке ценных бумаг. Осуществляется юридическими лицами, определяющими взаимные обязательства (сбор, сверку, корректировку информации по сделкам с ценными бумагами и подготовку бухгалтерских документов по ним) и производящими их зачет по поставкам ценных бумаг, а также расчеты по ним.

**Ковариация** – показатель, характеризующий тесноту связи между случайными величинами, если ковариация положительна, то значения одной величины прямо пропорционально зависят от значений другой величины.

**Ковенанты** – обязательства эмитента поддерживать свои определенные показатели на определенном уровне.

**Конвертация** – замена ценных бумаг одних видов на другие на предлагаемых эмитентом условиях.

**Конвертируемые ценные бумаги** - производные бумаги, в решении о выпуске которых эмитентом зафиксировано право владельцев на их замену при определенных условиях на другие виды ценных бумаг.

**Консенсус цена** – согласованная будущая цена на основе прогнозов аналитиков.

**Консоли** – «вечные облигации», т.е. бессрочные облигации правительства Великобритании.

**Корпоративная облигация** - облигация, выпущенная частной корпорацией, т.е. негосударственным предприятием, организацией, учреждением.

**Котировка** - текущая цена предложения актива, в частности курс ценной бумаги, на покупку или продажу на рынке, в т.ч. на фондовой бирже. Биржа регистрирует и публикует котировки ценных бумаг. Публичное объявление цен купли-продажи ценных бумаг с обязательством заключения сделок по этим ценам с любым желающим. Может быть односторонней и двусторонней.

**Котировальный лист** - реестр ценных бумаг, успешно прошедших процедуру листинга на фондовой бирже. Внесение ценных бумаг эмитента в котировальный лист означает разрешение сделок их купли-продажи на бирже.

**Краш фондового рынка** – внезапное и масштабное падение курсов ценных бумаг.

**Кредитный рейтинг** – мнение об относительной способности эмитента выполнять свои финансовые обязательства, такие как выплаты процентов, дивидендов по привилегированным акциям, погашение основной суммы долга, урегулирование страховых убытков.

**Кредитный рейтинг облигаций** - выражает суждение о вероятности того, что выплаты основной суммы и процентов по конкретным долговым инструментам будут произведены эмитентом полностью и в срок, т.е. посредством данного рейтинга учитываются разности уровней кредитного риска, присущих разным займам одного эмитента.

**Кривая доходности** – обычно монотонно возрастающая выпуклая вверх кривая, т.к. доходность «длинных» бумаг выше, чем «коротких».

**Кривая бескупонной доходности** – показатель результатов торгов ОФЗ на Московской бирже.

**Купленная сделка** – лид-менеджер (главный организатор займа) банковского синдиката андеррайтеров покупает все еврооблигации эмитента до объявления о выпуске займа.

**Купон** – процент к номиналу облигации для расчета периодических выплат купонного дохода. Отрезная часть документарной облигации, которая предъявляется в установленное время для получения дохода. При бездокументарной (электронной) эмиссии облигаций имеет другую форму.

**Купонный доход** - периодически выплачиваемый (один - два раза в год) фиксированный процент к номинальной стоимости облигации.

**Курс облигации** - значение ее рыночной цены, выраженное в процентах к номиналу.

**Clearstream (бывшая Cedel)** - одна из центральных международных клиринговых систем, наряду с **Euroclear**.

\* Л \*

**Легализация (отмывание) доходов, полученных преступным путем** – придание правомерного вида владению, пользованию или распоряжению денежными средствами или иным имуществом, полученными в результате совершения преступления.

**ЛИБОР (LIBOR)** - межбанковская ставка предложения (ставка продавца) лондонского международного денежного рынка, т.е. ставка по краткосрочным межбанковским депозитам. Аналогичные ставки используются на рынках других стран, например, МИБОР - Москва, ПИБОР - Париж; СИБОР - Сингапур; ФИБОР - Франкфурт на Майне.

**Лид-менеджер** – крупный инвестиционный банк, организующий эмиссию еврооблигаций и определяющий условия займа, главный организатор займа (например, JP Morgan, Bank of America, Deutsche Bank и др.).

**Ликвидность ценных бумаг** - способность быстрого превращения без потерь ценных бумаг в наличные деньги.

**Лимитная заявка** – это заявка на покупку (продажу) финансового инструмента по цене не более (не менее) указанной.

**Листинг** - процедура допуска ценных бумаг к биржевой котировке, после оценки финансово-экономического состояния эмитента и перспектив его развития. Финансовые показатели эмитента, а также количественные и качественные характеристики его ценных бумаг должны отвечать минимальным требованиям, устанавливаемым фондовыми биржами. Включение ценных бумаг в котировальные списки биржи. Обратная процедура носит название делистинг.

**Лицевой счет** – совокупность данных в реестре о зарегистрированном лице, виде, количестве, категории (типе), государственном регистрационном номере выпуска, номинальной стоимости ценных бумаг, номерах сертификатов и количестве ценных бумаг, удостоверенных ими (в случае документарной формы выпуска), обременении ценных бумаг обязательствами и (или) блокировании операций, а также операциях по его лицевому счету.

**Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг** – виды лицензий: 1) профессионального участника на соответствующий вид деятельности, кроме ведения реестра; 2) осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг. См. также «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг».

**Лот** - партия, стандартное количество ценных бумаг или товаров, допускаемое к биржевым торгам, как единое целое.

**LPN** – еврооблигации, дающие право приобретать доли в предоставленном заемщику кредите (кредитном портфеле). Широко распространены в РФ (свыше 90% средств от эмиссии еврооблигаций российскими банками и корпорациями).

\* М \*

**Маклер** - см. Специалист.

**Манипулирование рынком** – распространение ложной и недостоверной информации, совершение сделок в результате которых не меняется владелец ценных бумаг, соглашение двух и более участников торгов о покупке/продаже бумаг по ценам, существенно отличающимся от рыночных по аналогичным сделкам и т.д. За манипулирование рынком предусмотрена административная и уголовная ответственность.

**Маржа** - сумма средств, которую должен иметь на счету покупатель ценных бумаг, соответствующая установленным требованиям, в качестве

гарантированного депозита. Разница между двумя котировками одной ценной бумаги, используемой для получения дохода (цены покупателя и продавца).

**Маржинальная торговля** - см. Маржинальные сделки.

**Маржинальные сделки** - сделки купли-продажи ценных бумаг на фондовой бирже при посредничестве брокерской или иной компании, которая открывает маржинальный счет клиенту. Посредством этого счета клиент может покупать и продавать ценные бумаги, используя заемные ресурсы - денежные средства и ценные бумаги. Активы маржинального счета служат обеспечением заимствований клиента. Развитие таких сделок ориентировано на привлечение среднего и мелкого клиента, включая физических лиц, повышает активность биржевой торговли и ликвидность этого рынка.

**Маркет-мейкер** - дилер, действующий на внебиржевом рынке ценных бумаг. Обязан поддерживать цены спроса и предложения, активно совершая сделки с определенными видами ценных бумаг за собственный счет.

**Математический анализ** – расчет и анализ различных показателей, как правило, индексных. Все математические показатели можно разделить на группы: показатели роста; индикаторы и осцилляторы; моделирование. Быстро развивается с начала широкого использования компьютерной техники. С его развитием связано появление высокочастотного трейдинга.

**Мегарегулятор финансового рынка** – решение о его создании на базе ЦБ РФ путем присоединения Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) было законодательно принято в 2013 г.

**Модели финансового рынка:** 1) **инсайдерская** или банковская (немецкая, континентальная); 2) **аутсайдерская** или рыночная (англо-американская); 3) **исламская**.

**Моноцентрализм** – концентрация рынка, уменьшение числа бирж и финансовых институтов.

**ММВБ** – Московская межбанковская валютная биржа – российская универсальная биржа, учреждена в 1992 г. Изначально специализировалась на валютных аукционах, впоследствии была открыта фондовая площадка. В 2011 объединилась с РТС и вскоре на этой основе была образована **Московская биржа**.

\* Н \*

**Нарращение** – процесс инвестирования средств сегодня на срок с определенной доходностью.

**НАСД (NASD - National Association of Securities Dealers)** - Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам в США.

**НАСДАК (NASDAQ - National Association of Securities Dealers Automated Quotations)** - Система автоматизированной котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам в США. Первый в мире электронный рынок ценных бумаг.

**НАУФОР** - Национальная ассоциация участников фондового рынка в РФ. Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющая государственную лицензию.

**Негативный залог** – наиболее распространенное дополнительное условие при эмиссии еврооблигаций, заключающееся в обязательстве эмитента не выпускать более бумаги, имеющие преимущественные права погашения.

**НЛУ** – Национальная лига управляющих в РФ. Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющая государственную лицензию.

**Номинальная цена** - цена ценной бумаги, назначаемая при ее эмиссии, хотя ее рыночная цена может быть совсем другой. Называется также нарицательной стоимостью (face value). См. также Эмиссионная цена.

**Нормативно-правовая база рынка ценных бумаг РФ** – устанавливает «правила игры» в данной области. Включает большое количество федеральных законов и других нормативных актов, в частности законы: «О рынке ценных бумаг»; «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»; «Об инвестиционных фондах»; «Об организованных торгах», «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг»; «О переводном и простом векселе»; «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком» и др. Подзаконные акты, принятые органами государственного регулирования рынка ценных бумаг: «Стандарты эмиссии и регистрации проспектов ценных бумаг»; «О сберегательных и депозитных сертификатах банков» и проч.

**НФА** – Национальная фондовая ассоциация. Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющая государственную лицензию.

\* O \*

**Облигация** - ценная бумага, устанавливающая долговые отношения, гарантирующая право ее держателя на получение в установленные сроки от эмитента номинальной стоимости (имущественного эквивалента) этой бумаги и фиксированного дохода в виде процента к номиналу или дисконта.

**Облигации с офертой** – облигации с правом досрочного погашения (см. также оферта).

**Облигации субординированные** – имеют меньше прав на активы, которыми они обеспечены, в сравнении с другими.

**Облигации шариатские** – облигации исламской модели финансового рынка.

**Организатор торговли** - см. Деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг.

**Оригинатор** – лицо, выдающее кредиты, права по которым принадлежат ему до передачи этих прав специально созданному для проведения секьюритизации юридическому лицу - **кондуиту (SPV)**.

**Организованные торги** – торги, проводимые на регулярной основе по установленным правилам, предусматривающим порядок допуска лиц к участию в торгах для заключения ими договоров купли-продажи товаров, ценных бумаг, иностранной валюты, договоров РЕПО и договоров, являющихся производными финансовыми инструментами (ПФИ).

**Оферта** - публичное объявление курсов покупки и/или продажи ценных бумаг с обязательством реализации сделки по объявленным ценам.

**ОФЗ** – облигации федеральных займов Минфина РФ:

- **ОФЗ-ПК** (с переменным купоном) начали выпускать в 1995 г, а после кризиса 1998 выпуск был прекращен. Выплата купона осуществлялась раз в полугодие. Значение купонной ставки менялось и определялось средней взвешенной доходности по ГКО за последние 4 сессии (торгов).

- **ОФЗ-ПД** (с постоянным доходом) начали выпускаться в 1998. Купон выплачивался раз в год и фиксировался на весь срок обращения.

- **ОФЗ-ФД** (с фиксированным доходом) появились в 1999. Их выдавали владельцам ГКО и ОФЗ-ПК, замороженным в 1998 в порядке новации. Срок обращения 4-5 лет. Купон выплачивался ежеквартально. Ставка снижалась ежегодно (30 % в первый год, 10 % — конец срока).

- **ОФЗ-АД** (с амортизацией долга) появились в 2003 г. и предусматривают периодическое погашение основной суммы долга, т.е. частями.

- **ОФЗ-н** («народные», т. е. для физических лиц) появились в 2017 г., нерыночные облигации.

\* П \*

**ПАРТАД** - Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев в РФ. Саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющая государственную лицензию.

**Первичный рынок ценных бумаг** - сфера первой продажи-купли (размещения) новых выпусков ценных бумаг эмитента посредством заключения гражданско-правовых сделок.

**ПИФ** - паевой инвестиционный фонд. См. также Вторичный рынок.

**Плечо** – это соотношение между суммой маржи и выделяемым займом.

**Подписка** – размещение ценных бумаг на возмездной основе, с использованием двухсторонних договоров купли-продажи. См. также Распределение.

**Позиция (трейд)** – совершение сделки на рынке.

**Портфельные инвестиции** - вложения средств юридических и физических лиц в ценные бумаги, образующие инвестиционный портфель, формируемый для получения дохода с учетом степени риска. См. также Инвестиционный портфель.

**Портфель эффективный** – оптимальное соотношение финансовых инструментов, при котором ожидаемый уровень доходности портфеля соответствует приемлемому уровню рыночного риска.

**Принципал** - лицо, приказы которого выполняет брокер при торговле ценными бумагами.

**Перспект ценных бумаг** – документ, который содержит все необходимые сведения об эмитенте и его ценных бумагах.

**Перспект эмиссии** - подлежащий государственной регистрации и публикации в СМИ документ, содержащий установленный объем информации об эмитенте и предстоящем выпуске его ценных бумаг.

**Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг** – виды (с 01.01.2014: 1) Брокерская; 2) Дилерская; 3) Управление ценными бумагами; 4) Депозитарная; 5) Ведение реестра владельцев ценных бумаг. Ранее

относившиеся к ним клиринговая деятельность и организация торговли – выделены в особые виды деятельности, формально не входящие в данное понятие.

**Публичное размещение ценных бумаг** – размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

**Публично-правовая корпорация (публичная биржа)** - правовая форма компании, в частности фондовой биржи, когда ее создание и деятельность строго контролируются государством на специальной законодательной основе, либо она является государственным учреждением. Состав руководящих органов таких институтов назначается государством.

**Пузырь** – сверхбыстрый рост курсов ценных бумаг, когда цены не соответствуют справедливой (реальной) их стоимости.

**Пул** - (англ. pool — общий котел) коллективное вложение активов во что-либо.

**Пункт (базисный пункт)** - единица измерения количественных изменений курса ценных бумаг, валюты и индексов, как правило- 0,01%.

**Пучок кризисов** – кризис внутри более широкого кризиса.

**Пфандбрифы** – облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью и предназначенные частным лицам и заемщикам общественного сектора.

\* Р \*

**Размещение эмиссионных ценных бумаг** — это их отчуждение первым владельцам путем заключения гражданско-правовых сделок.

**Раскрытие информации на рынке ценных бумаг** - в соответствии с российским законодательством это обеспечение доступности информации всем заинтересованным в этом лицам независимо от целей получения данной информации в соответствии с процедурой, гарантирующей ее нахождение и

получение. Источники информации: ленты новостей информационных агентств в сети Интернет; страницы (сайты) эмитентов и профессиональных участников рынка; периодические печатные издания; публикуемые в СМИ проспекты ценных бумаг.

**Регистратор** - см. Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

**Реинвестирование** - изъятие инвестированных средств и вложение их в другие, более эффективные направления или вложение доходов, полученных от инвестиций, в то же направление.

**Рейтинговые агентства** – оценивают финансовое положение эмитентов и надежность их ценных бумаг. Международные рейтинговые агентства: Moody's, Standard and Poor's (S&P) и Fitch Ratings. Российские рейтинговые агентства: Эксперт-РА, Национальное рейтинговое агентство (НРА), Мудис Интерфакс, АК&М, RusRating.

**Рейтинг ценных бумаг** – балльная оценка рейтинговым агентством совокупности качественных и количественных показателей финансово-хозяйственной деятельности эмитента, и их перевод в буквенно-цифровое обозначение по специальной шкале для удобного восприятия инвесторами необходимой для принятия инвестиционного решения информации. Виды рейтинга: кредитный рейтинг; рейтинг обыкновенных акций; инвестиционный рейтинг; рейтинг облигаций, инвестиционный рейтинг.

**РЕПО** - биржевая срочная сделка по продаже ценных бумаг с обязательством их обратного выкупа через установленный срок по более высокому курсу. Такие сделки заключаются также по поводу продажи иностранной валюты за национальную (см. также **биржевое модифицированное РЕПО**).

**Решение о выпуске ценных бумаг** - документ, содержащий данные, достаточные для установления объема прав, закрепленных ценной бумагой.

**Риск** - возможная опасность какого-либо неблагоприятного исхода.

**Риск несистематический** – агрегированное понятие, объединяющее все виды рисков, связанных с конкретной ценной бумагой. Этот вид риска является диверсифицируемым, понижаемым на базе использования методов диверсификации и хеджирования.

**Российский индекс волатильности** – см. Вволатильность.

**РТС** - Российская торговая система. Первая, получившая лицензию **ФКЦБ**, и самая крупная в РФ электронная внебиржевая торговая система, созданная в 1995 г. по типу американской **НАСДАК**. С 2001 г. имела статус фондовой биржи (Некоммерческое партнерство ФБ РТС). Состояла из брокерско-дилерских компаний - членов **НАУФОР**. В 2011 г. объединилась с **ММВБ** и вскоре на этой основе была образована **Московская биржа**.

После объединения в 2011 г. с ФБ ММВБ – составная часть Московской биржи.

**Рынок денежный** - рынок, на котором обращаются краткосрочные денежные и финансовые активы, т.е. наличные и безналичные деньги, векселя и чеки, банковские сертификаты и депозиты, краткосрочные облигации и др.

**Рынок финансовый** - часть рынка ссудных капиталов, на котором осуществляется мобилизация и перераспределение финансовых ресурсов, как в форме выпуска и обращения ценных бумаг, так и в форме депозитов и кредитов. См. также Финансовый рынок.

**Рынок фондовый** - рынок, на котором продаются и покупаются ценные бумаги, кроме краткосрочных, в соответствии со спросом и предложением на них. Согласно российскому законодательству фондовый рынок и рынок ценных бумаг - понятия идентичные, что не вполне корректно.

**Рынок ценных бумаг** - рынок, на котором продаются и покупаются любые ценные бумаги в соответствии со спросом и предложением на них. Понятие рынка ценных бумаг включает совокупность отношений,

возникающих при эмиссии и обращении ценных бумаг, а также его организационную структуру.

**Рыночная заявка** (бить по рынку) — это заявка на покупку или продажу, которая должна быть выполнена брокером немедленно по текущей рыночной цене.

**Рыночная цена** – см. Котировка.

\* С \*

**Саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг (СРО)** - некоммерческие организации, членами которых являются профессиональные участники рынка ценных бумаг, осуществляющие свою деятельность на основании государственной лицензии. Они обеспечивают условия деятельности, соблюдение деловой этики профессиональными участниками, защиту интересов инвесторов и т.д., что повышает эффективность функционирования этого рынка. В РФ к ним относятся: НАУФОР; НФА; ПАРТАД; НЛУ, АУВЕР и др.

**Секьюритизация** - возрастание роли ценных бумаг и производных инструментов на рынке капитала, т.е. увеличение доли привлечения финансовых ресурсов за счет выпуска долговых ценных бумаг по отношению к банковскому кредиту. Она сопровождается заметным расширением видов ценных бумаг, особенно производных инструментов.

**Сертификат ценной бумаги** - документ, зарегистрированный в уполномоченном государственном органе и содержащий сведения, достаточные для установления прав, закрепленных документарной ценной бумагой. Сертификат может удостоверить права на одну, несколько или все ценные бумаги с одним государственным регистрационным номером. Сертификаты могут выдаваться на руки владельцам или подлежат обязательному хранению в депозитариях. Параллельно эти права закрепляются в зарегистрированном решении эмитента о выпуске ценных

бумаг. При бездокументарной форме эмиссии единственным документом, устанавливающим права, закрепленные ценной бумагой, является зарегистрированное решение эмитента о выпуске ценных бумаг.

**Синдикат андеррайтеров** – временное объединение инвестиционных банков, организующих размещение выпуска ценных бумаг в интересах эмитента и согласовавших условия участия в синдикате в части выполняемых функций и получаемой прибыли.

**Система ведения реестра владельцев ценных бумаг** – совокупность данных, находящихся на бумажном носителе с возможным использованием электронной базы данных, которая обеспечивает идентификацию зарегистрированных владельцев и номинальных держателей ценных бумаг и учет их прав в отношении зарегистрированных на их имя ценных бумаг, а также позволяет получать и передавать информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

**Сложный процент** – учитывает инвестирование текущих выплат.

**Спекуляция** – это получение дохода за счет разницы между ценами покупки и продажи какого-либо актива в краткосрочном периоде.

**Специалист (маклер)** - член фондовой биржи, совмещающий функции брокера и дилера и проводящий операции с определенными видами ценных бумаг.

**Специфический кризис** – кризис, не связанный с циклической динамикой экономики.

**Спот** - (англ. Spot — на месте) класс сделок на условиях немедленной оплаты и поставки товара, валюты, ценных бумаг (кассовые сделки).

**Спред** - (читается «спрэд»; от англ. spread «размах») разница между котировальными ценами. Разница в ценах спроса и предложения на рынке или разность доходности облигации какого-то эмитента и доходности соответствующей ей по сроку государственной облигации.

**Среднеквадратическое отклонение** – разброс ожидаемых доходностей финансового инструмента вокруг среднего значения.

**Ссудный капитал** - денежный капитал, привлекаемый в качестве ссуды, т.е. при условии возвратности и платности, в частности продажа эмитентом долговых ценных бумаг.

**Ставка рефинансирования** - официальная учетная ставка центрального банка, по которой он кредитует коммерческие банки.

**Стагфляция** - (от слов стагнация и инфляция) сочетание спада производства с высокой инфляцией.

**Стоп-заявки** («**стоп-лосс**», «**тейк-профит**») – заявки на покупку (продажу) финансового инструмента в том случае, если цена финансового инструмента пересекает снизу - вверх (сверху - вниз) указанную стоп-цену. Когда указанная цена достигнута, **стоп-заявка становится рыночной**.

**Стоп-лимит заявки** – заявки на покупку (продажу) финансового инструмента в том случае, если цена финансового инструмента пересекает снизу - вверх (сверху - вниз) указанную стоп-цену. Когда указанная цена достигнута, в биржевой стакан вводится **лимитная заявка**.

**Стоп-лосс** (*stop loss*) – заявка, ограничивающая уровень убытка трейдера.

**Сумма купона** – периодическая денежная выплата дохода по облигации (см. также купон).

**Ставка купона** – сумма купона к номиналу в процентах (см. также купон).

**Счет депо** - специальный учетный регистр в бухгалтерских книгах депозитария, отражающий состояние определенных параметров ценных бумаг, доверенных депозитарию для учета.

**Settlement** – исполнение (улаживание) сделки, например, поставка еврооблигаций на третий календарный день после заключения сделки вне зависимости от праздников (T+3).

**SPV** - (от англ. **special purpose vehicle**) — компания специального назначения, или «проектная компания», созданная для реализации определённого проекта или для определённой цели. SPV позволяет эффективно управлять отдельными бизнес-процессами См. также Кондуит.

**Таймфрейм** – интервал времени, который используется для группировки цен при построении графиков.

**Тейк профит** (*take profit*) – заявка, фиксирующая прибыль.

**Текущая (чистая, рыночная) стоимость облигации** – сумма дисконтированных денежных потоков, в первый день купонного периода. Рассчитывается исходя из того, что проценты по облигации будут выплачены в полном объеме см. Грязная цена облигации.

**Теория экономических циклов** – используется при научной части фундаментального анализа. Определяет в какой фазе цикла находится экономика и какие прогнозы можно дать на будущее. Существует более 1380 типов цикличности.

**Торговая система** – это набор правил, предписывающий условия совершения операций, согласно которым принимается решение об открытии или закрытии позиций. Обычно торговая система включает в себя набор условий или правил для выполнения следующих действий: открытие/закрытие длинной позиции; открытие/закрытие короткой позиции.

**Торговая система механическая** – это программа, предназначенная для частичной или полной автоматизации торговых процессов.

**Торговля высокочастотная (высокочастотный трейдинг)** - вид автоматической торговли, при которой производится поиск торговых возможностей с помощью специальных компьютерных алгоритмов (торговых роботов). Очень чувствительно реагируют на малейшие изменения на рынке и генерируют высокое число транзакций. Прибыль от такой быстрой торговли получается за счет маржи между покупкой и продажей финансового инструмента, а также за счет огромных объемов сделок в день. Высокочастотная торговля – это внутриденная торговля, при которой трейдер или компания закрывает все свои позиции к концу торговой сессии.

**Торговый робот** – см. Торговля высокочастотная.

**Транзакция** – завершенная позиция, включающая в себя всегда две противоположные сделки – покупки и продажи.

**Трансфер-агент** - юридическое или физическое лицо, оказывающее владельцам ценных бумаг услуги по регистрации их прав на ценные бумаги. Действуют от имени и за счет регистратора на основании договора с ним и доверенности, выданной регистратором.

**Трансферт** – перевод ценных бумаг с одного счета на другой по результатам совершенных сделок с ними.

**Требуемая норма доходности (Required Rate of Return)** - ожидаемая величина прибыли или дохода, которую должен получить инвестор, чтобы принять решение о вложении своих средств в ценную бумагу.

**Треjder** - физическое лицо, совершающее сделки с финансовыми инструментами, штатный служащий фондовой биржи (официально аккредитованный представитель члена биржи), имеющий соответствующий квалификационный аттестат, объявляющий от имени участника торгов заявки и совершающий сделки.

**Треjдинг** - процесс совершения сделок на организованном рынке с различными активами (валютой, акциями, производными инструментами, товаром и так далее) с целью получения прибыли на разнице цен. При совершении сделок берутся в учет фундаментальные и технические факторы.

**Тренд** - длительная тенденция изменения экономических показателей, в частности котировок ценных бумаг. Устойчивое направление движения цен.

**Трендовый анализ** – три типа трендов: **бычий** (повышательный – цены растут); **медвежий** (понижательный – цены падают); **боковой** – «флэт» (движение цен заключено в горизонтальном коридоре).

\* у \*

**Участники торгов на бирже** – профессиональные участники, наделенные определенными функциями и обязанностями на бирже.

**Учетная система на рынке ценных бумаг** – совокупность учетных институтов, т.е. организаций, осуществляющих депозитарную деятельность, и организаций, осуществляющих деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

\* Ф \*

**Фиксинг** - способ установления, фиксации цены при биржевой котировке. Достижение состояния, когда объем заявок на продажу становится равным объему заявок на покупку.

**Финансовая пресса** – обеспечивает аналитической информацией участников рынка ценных бумаг и ПФИ. Наиболее популярные и авторитетные издания: Financial Times, The Wall Street Journal, Коммерсант, Ведомости, Рынок ценных бумаг и др. Оперативную рыночную информацию предоставляют **информационные агентства**.

**Фиктивный капитал** - капитал, не имеющий внутренней стоимости, но приносящий доход. Фиктивный капитал выступает в форме государственных и корпоративных ценных бумаг, обращающихся на рынке. За рубежом понятие фиктивного капитала не используется.

**Финансовые инструменты** - финансовые активы/пассивы, которые можно покупать и продавать на рынке и посредством которых происходит распределение и перераспределение капитала. К ним относятся банковские сертификаты, векселя и др.

**Финансовый актив** – совокупность имущественных прав, принадлежащих организации или гражданину.

**Финансовый инжиниринг** – покупка/продажа нескольких активов так, чтобы сформировать финансовый продукт, удовлетворяющий определенным условиям.

**Финансовый консультант** – понятие и функции определены в Законе о рынке ценных бумаг. Требуется лицензия дилера или брокера. См. также «Инвестиционный консультант».

**Финансовый рынок** – рынок, на котором происходит перераспределение временно свободных денежных ресурсов через финансовых посредников на основе использования финансовых инструментов и предоставления финансовых услуг, объединенных в форме финансовых продуктов, являющихся товаром на этом рынке. Включает рынки: валютный (FOREX), денежный (банковские кредиты), фондовый (рынок ценных бумаг), страховой, срочный (рынок деривативов). См. также Рынок финансовый.

**ФКЦБ** - Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Главный государственный орган, регулировавший деятельность фондового рынка в РФ на основе Федерального закона "О рынке ценных бумаг". Имела ранг федерального министерства. В марте 2004 г. ФКЦБ упразднена. Создано новое учреждение: «Федеральная служба по финансовым рынкам» (ФСФР), непосредственно подчиненное Председателю Правительства РФ. В сентябре 2013 г. ФСФР присоединена к Банку России – мегарегулятору финансового рынка, в качестве Службы Банка России по финансовым рынкам.

**Фондовая биржа** - организованный рынок для торговли стандартными финансовыми инструментами профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Биржа, обеспечивающая активную, как правило, вторичную куплю-продажу ценных бумаг клиентами, при обязательном участии посредников.

**Фондовые (биржевые) индексы** – некоторое число, характеризующее качественное состояние фондового рынка на определенный момент времени и не несущее само по себе существенной информации. Важно не само значение этого числа, а результат сопоставления с его предшествующими или последующими во времени значениями. Позволяют оценивать состояние отдельных сегментов рынка страны, фиксируя изменения котировок ценных

бумаг. Наиболее известные зарубежные индексы: DJIA, S&P-500, Nasdaq, FT-SE 100, Nikkei 225, CAC 40, DAX 30 (Xetra DAX), Hang Seng , а также российские – РТС и ММВБ (MICEX).

**Фондовые индексы капитализационные (взвешенные)** – измеряют капитализацию компаний, ценные бумаги которых используются для расчета индексов (РТС, ММВБ).

**Фондовые индексы ценовые (не взвешенные)** – исчисляются, как среднее арифметическое стоимости акций компаний, входящих в базовый список того или иного индекса (DJIA, Nikkei-225 и др.).

**Форма эффективности рынка слабая** – всем инвесторам доступны только сведения о прошлых ценах.

**Форма эффективности рынка полусильная** – вся общедоступная информация раскрыта (сведения о компаниях, отчеты, государственная статистика).

**Форма эффективности рынка сильная** – эффективный рынок, имеются все общедоступные сведения, а использование инсайдерской информации запрещено законом.

**ФСФР** – Федеральная служба по финансовым рынкам. Главный государственный орган, регулировавший деятельность фондового рынка в РФ с марта 2004 г. В сентябре 2013 г. ФСФР присоединена к Банку России – мегарегулятору финансового рынка, в качестве Службы Банка России по финансовым рынкам.

\* Ц \*

**Цена будущая** – прогнозируемая стоимость ценной бумаги, определяемая с помощью определенных подходов и моделей. См. также Консенсус-цена.

**Цена денег** – процентная ставка по кредиту.

**Цена отсечения** – цена, ниже которой заявки на аукционе не удовлетворяются.

**Цена размещения** – эмиссионная цена.

**Ценная бумага** - документ установленной формы и содержания, удостоверяющий имущественные права держателя, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении.

**Цессия** - передача прав собственности по именной ценной бумаге путем уступки требования по договору или в виде передаточной надписи (индоссамента).

\* Э \*

**Эмиссионные ценные бумаги** – к ним в РФ относятся: акции, облигации, опционы эмитента и российские депозитарные расписки. Все остальные ценные бумаги в РФ не являются эмиссионными.

**Эмиссионная цена** – цена по которой размещаются ценные бумаги. Как правило, близка к рыночной. Не может быть ниже номинала. См. также «Номинальная цена».

**Эмиссия ценных бумаг** - совокупность действий эмитента по выпуску в обращение ценных бумаг в соответствии с законодательством страны. См. также «Размещение...»

**Эмитент** - юридическое лицо, несущее от своего имени обязательства по осуществлению прав, закрепленных выпущенными им в обращение ценными бумагами перед их владельцами.

**Этапы эмиссии ценных бумаг** – последовательность действий эмитента:  
1) Принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг; 2) Утверждение решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг; 3) Государственная регистрация выпуска ценных бумаг (регистрация проспекта ценных бумаг); 4) Размещение эмиссионных ценных бумаг; 5) Отчет об итогах выпуска эмиссионных ценных бумаг.

\* \* \* \* \*

## Список литературы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации (ред. от 27.12.2018).
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (ред. от 09.02.2019).
3. Налоговый кодекс Российской Федерации, часть вторая (ред. от 25.12.2018).
4. Федеральный закон от 29.07.1998 г. N 136-ФЗ "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг" (ред. от 14.06.2012 г.).
5. Федеральный закон от 22.04.1996 N 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг» (ред. от 27.12.2018).
6. Письма Министерства финансов Российской Федерации от 24.05.2018 г. № 03-04-06/35285 и от 18.06.18 г. № 03-04-07/41907.
7. Базовый курс по рынку ценных бумаг. Учебное пособие. -М.: Фонд «Институт фондового рынка и управления», 2004.
8. Вахрушин И. В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы. Диссертация на соискание ученой степени к.э.н. Научный руководитель: д.э.н., профессор Я.М. Миркин. Москва – ВЗФЭИ, 2009.
9. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. -М.: НТО, 2011.
10. Рубцов Б.Б. Финансовый рынок КНР//Портфельный инвестор. -2009, №10.
11. Рынок ценных бумаг: учебник для прикладного бакалавриата / под ред. Ю.А. Соколова. –М.: Издательство Юрайт, 2014.
12. Финансовые рынки: учебник под ред. С.В. Брюховецкой и Б.Б. Рубцова. – М.: КНОРУС, 2018.
13. Электронный учебник «Финансовые рынки», 2013.  
URL: <https://finmarketstudy.wordpress.com/finmarket-credit/textbook/>
14. Эмиссионные ценные бумаги, рынки и участники обращения. Н.П. Нишатов. ЭБС Znanium.com:13.06.2017.

15. URL: [www.fincan.ru](http://www.fincan.ru). Государственный долг стран мира 2018 в % от ВВП.
16. URL: [www.fs.moex.com](http://www.fs.moex.com) Российский рынок облигаций – итоги 2016 г. и перспективы развития.
17. [https://ru.wikipedia.org/wiki/Индекс\\_муниципальных\\_облигаций\\_ММВБ](https://ru.wikipedia.org/wiki/Индекс_муниципальных_облигаций_ММВБ)
18. <https://investments101.ru/academy/courses/bonds/lessons/bond-index>
19. <http://nationalclearingcentre.ru/viewCatalog.do?menuKey=5>
20. <https://ofzdohod.ru/bonds/parametry-i-dokhodnost/nalogi/>
21. [https://studref.com/308085/finansy/kitayskiy\\_rynok\\_dolgovyh\\_instrumentov](https://studref.com/308085/finansy/kitayskiy_rynok_dolgovyh_instrumentov)
22. [https://vuzlit.ru/184677/rynok\\_gosudarstvennyh\\_zaimstvovaniy](https://vuzlit.ru/184677/rynok_gosudarstvennyh_zaimstvovaniy)
23. <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2019/02/09/793707-moodys>
24. <https://2020-god.com/dolgovaya-politika-rf-na-2018-2020-gody/>





**4 1/2 %**  
№052657

**ЧЕТВЕРТЫЙ ЗАЕМЪ  
ГОРОДА С.-ПЕТЕРБУРГА 1901 Г.**  
ВЪ 30.000.000 РУБЛЕЙ  
= 80.000.000 франкамъ = 64.640.000 германск. маркамъ,  
заключенный на основании Высочайше утвержденного 27 Декабря 1901 г. поджеяния Комитета Министров.

**ОБЛИГАЦІЯ**  
**ВЪ 187 РУБЛЕЙ 50 КОП.**  
= 500 франкамъ = 404 германск. маркамъ  
НА ПРЕДЪЯВИТЕЛЯ,  
приносящая дохода по 4 1/2 процента въ годъ.  
Доходъ этого поджеяния сборъ съ доходовъ отъ денежныхъ капиталовъ.

<p>QUATRIEME EMPRUNT DE LA VILLE DE ST-PETERSBOURG, 1901, au capital nominal de 30.000.000 rbls = 80.000.000 fr. = 64.640.000 Reichsm. emis en vertu d'une détermination du Comité des Ministres revêtue de la sanction Impériale le 27 Décembre 1901.</p> <p><b>OBLIGATION 4 1/2 %</b> de 187 rbls 50 cop. = 500 fr. = 404 Reichsm. AU PORTEUR, assurée à la fois sur le revenu des valeurs mobilières.</p>	<p>VIERTE ANLEIHE DER STÄDT ST-PETERSBURG, 1901, im Nominalbetrage von 30.000.000 Rub. = 80.000.000 Fr. = 64.640.000 Reichsm. erhielt auf Grund des am 27 December 1901 Aller- höchste bestätigten Gutachtens des Minister-Raths.</p> <p><b>OBLIGATION</b> von 187 Rub. 50 Cop. = 500 Fr. = 404 Reichsm., verzinstlich zu 4 1/2 Prozent jährlich, AUF KEINER INKASSATION. Dieser Platzschein unterliegt der Steuer von Einkünften aus den Geldkapitalen.</p>
--	--

  
Городской Голова  
Le Maire  
Stadthaupt  
*Телецкий*

Членъ Управы  
Mitglied der Stadtverwaltung

**4 1/2 %**

**ЧЕТВЕРТЫЙ ЗАЕМЪ ГОРОДА С.-ПЕТЕРБУРГА 1901 года.**  
**ТАЛОНЪ къ 4 1/2 % облигаци въ 187 руб. 50 коп. №052657**  
= 500 франк. = 404 герм. марк.

По взаимной договоренности между, на которой стороны заключенъ съ оныхъ взаимныхъ кредитовъ, если облигация не будетъ между ними  
исполнена по уплатѣ, производится отъ таковой возврата въ теченіи продолжительнаго времени по 230 декабря 1922 года, новый купонный  
заводъ по списку ниже дважидесяти.

Послѣ 23-го Октября 1922 года выданъ сей по дважидесяти и также другимъ будетъ выданъ талонъ по предъявленіи облигации.

С.-Петербургъ, 1902 г. Членъ Городской Управы *Телецкий*

1200-



№108905



№108905

**ЗАЕМЪ ГОРОДА МОСКВЫ 1909 г.**  
 въ 21.199.875 рублей  
 = 56.533.000 франковъ = 2.243.417 фунтамъ стерлинговъ 17 шилл. 8 пенсамъ,  
 заключенный на основании ВЫСОЧАЙШЕ утвержденныхъ 27 июня 1908 года и 8 марта 1909 года  
 положений Совета Министровъ.

**ОБЛИГАЦІЯ**  
**ВЪ СТО ВОСЕМЬДЕСЯТЬ СЕМЬ РУБ. 50 КОП.**  
 = 500 франкамъ = 19 фунт. стерл. 16 шилл. 10 пенс.  
**НА ПРЕДЪЯВИТЕЛЯ,**  
 приносящая дохода по ПЯТИ процентовъ въ годъ,  
 безъ удержанія во все время займа государственныхъ, городскихъ или другихъ какихъ-либо русскихъ налоговъ и сборовъ.

**EMPRUNT DE LA VILLE DE MOSCOU DE 1909**    **LOAN OF THE CITY OF MOSCOW OF 1909**  
 s'élevant à Roubles 21.199.875    of Roubles 21.199.875  
 = Francs 56.533.000 = Livres sterling 2.243.417.17.8.    = Francs 56.533.000 = Pounds sterling 2.243.417.17.8.  
émis en vertu des décisions du Conseil des Ministres revêtues de la sanction IMPÉRIALE des 27 Juin 1908 et 8 Mars 1909.    issued in virtue of the decisions of the Council of Ministers approved by the IMPÉRIAL Majesty on the 27 June 1908 and on the 8 March 1909.

**OBLIGATION**    **BOND**  
**DE CENT QUATRE-VINGT-SEPT ROUBLES 50 COP.**    **FOR ONE HUNDRED AND EIGHTY-SEVEN RBLS 50 COP.**  
 = Francs 500 = Livres sterling 19.16.10    = Francs 500 = Pounds sterling 19.16.10  
**AU PORTEUR,**    **TO BEARER,**  
 portant intérêt à CINQ pour cent l'an,    bearing interest at FIVE per cent per annum,  
 sans retenue, pendant la durée de l'emprunt, des taxes et impôts    free for the entire period of the loan from all imperial,  
 russes gouvernementaux, municipaux ou autres quelconques.    municipal or other Russian taxes or duties.

Городской Голова } *[Signature]*  
 Le Maire }  
 The Mayor }

Товарищъ Городской Головы } *[Signature]*  
 L'adjoint du Maire }  
 The Assistant Mayor }

Члены Городской Управы } *[Signature]*  
 Les membres du Conseil Municipal }  
 The Members of the Municipal Board }

Бухгалтеръ Кредитной Секціи } *[Signature]*  
 Le comptable de la Section de Crédit }  
 The book-keeper of the Credit Section }

Москва, 1909 г.    Moscow, 1909.

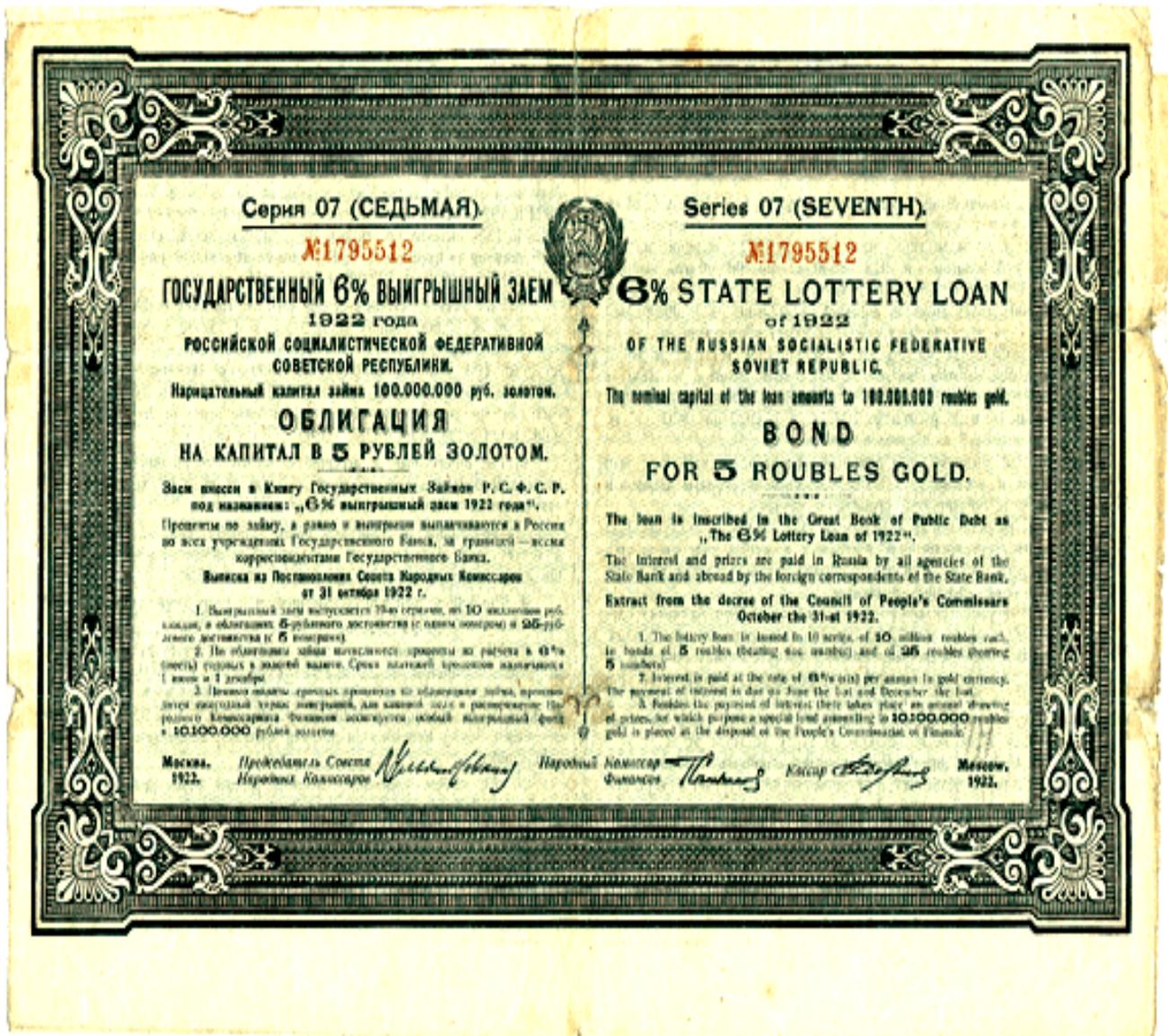
**VILLE DE MOSCOU. — Emprunt de 21.199.875 roubles.**    **Decrets IMPÉRIAUX des 27 Juin 1908 et 8 Mars 1909.**

**Obligation 5% de Rbls 187,50 = Francs 500 = £ 19.16.10.**









Серия 07 (СЕДЬМАЯ).

№1795512

**ГОСУДАРСТВЕННЫЙ 6% ВЫИГРЫШНЫЙ ЗАЕМ**

1922 года

РОССИЙСКОЙ СОЦИАЛИСТИЧЕСКОЙ ФЕДЕРАТИВНОЙ  
СОВЕТСКОЙ РЕСПУБЛИКИ.

Номинальный капитал займа 100.000.000 руб. золотом.

**ОБЛИГАЦИЯ  
НА КАПИТАЛ В 5 РУБЛЕЙ ЗОЛОТОМ.**

Заем внесен в Книгу Государственных Заимок Р. С. Ф. С. Р.  
под наименованием: „6% выигрышный заем 1922 года“.

Проценты по займу, а равно и выигрыши выплачиваются в России  
по всем учреждениям Государственного Банка, за границей — всеми  
корреспондентами Государственного Банка.

Выписка из Постановления Совета Народных Комиссаров  
от 31 октября 1922 г.

1. Выигрышный заем поступает 7500 сериями, по 10 миллионов руб.  
каждой, в облигации 5-рубленного достоинства (с одним номером) и 205-руб-  
ленного достоинства (с 5 номеров).

2. По облигации займа выплачиваются проценты по расчету в 6%  
(шесть) годовых в золотой валюте. Срок платежей тридцатое число  
1 июня и 1 декабря.

3. Помимо уплаты процентов по облигациям займа, процент  
двуеть ежегодно взимается с владельцев, для каковой цели и распределяется По-  
ставлением Комиссаров Финансов ассигнуется особый выигрышный фонд  
в 10.000.000 рублей золотом.

Москва, 1922. Председатель Совета Народных Комиссаров

*М. И. Калинин*

Народный Комиссар Финансов

*П. М. Пашков*

Климент Ворошилов

Москва, 1922.

Series 07 (SEVENTH).

№1795512

**6% STATE LOTTERY LOAN**

of 1922

OF THE RUSSIAN SOCIALISTIC FEDERATIVE  
SOVIET REPUBLIC.

The nominal capital of the loan amounts to 100,000,000 roubles gold.

**BOND  
FOR 5 ROUBLES GOLD.**

The loan is inscribed in the Great Book of Public Debt as  
„The 6% Lottery Loan of 1922“.

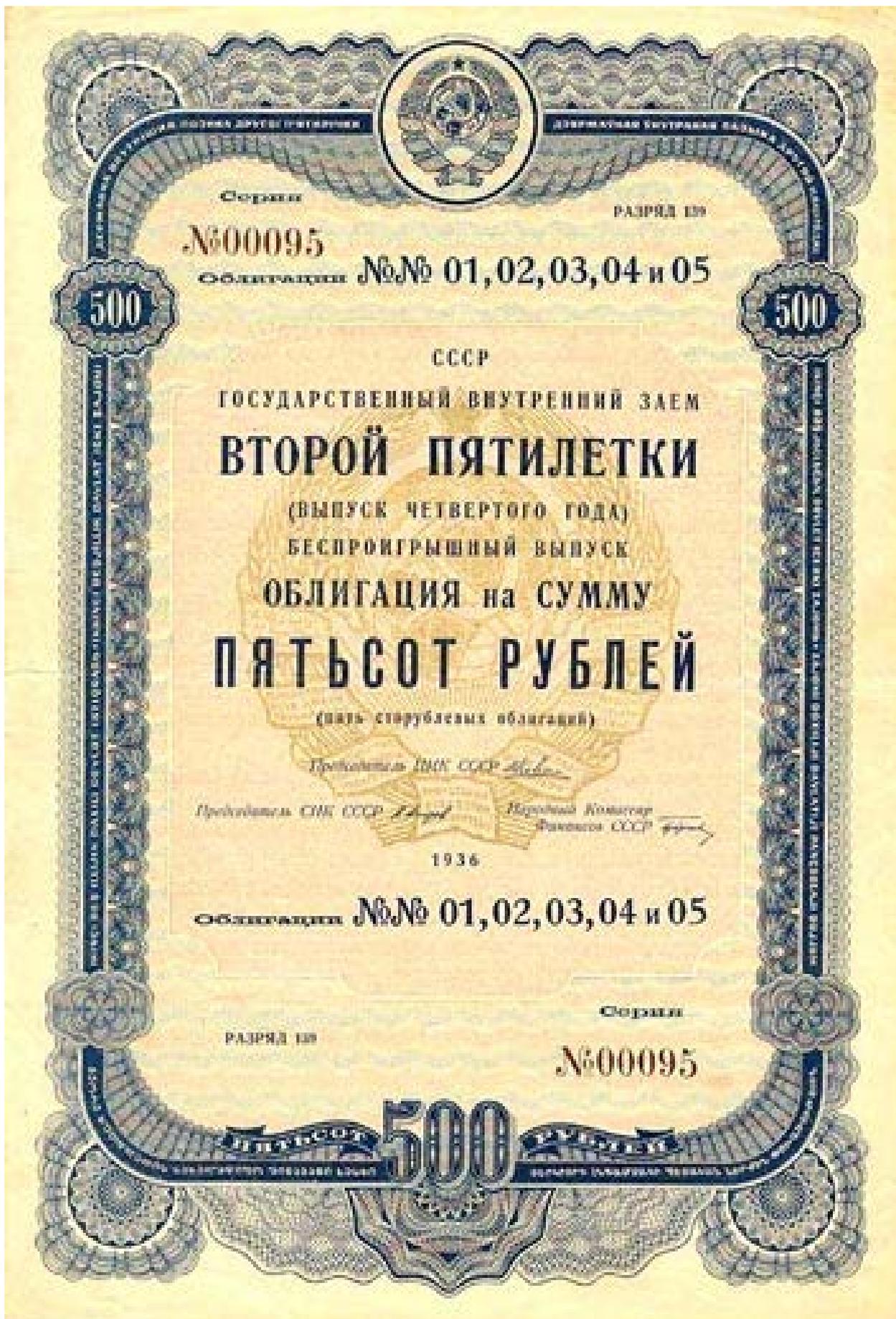
The interest and prizes are paid in Russia by all agencies of the  
State Bank and abroad by the foreign correspondents of the State Bank.  
Extract from the decree of the Council of People's Commissars  
October the 31st 1922.

1. The lottery loan is issued in 10 series, of 10 million roubles each,  
in bonds of 5 roubles (bearing one number) and of 205 roubles (bearing  
5 numbers).

2. Interest is paid at the rate of 6% (six) per annum in gold currency.  
The payment of interest is due on June the 1st and December the 1st.

3. Besides the payment of interest there takes place an annual drawing  
of prizes, for which purpose a special fund amounting to 10,000,000 roubles  
gold is placed at the disposal of the People's Commissariat of Finance.









Государственный  
Военный заем 1942 года  
Облигация на сумму  
СТО РУБЛЕЙ

№ 41 100 № 007473  
ОБЛИГАЦИЯ СЕРИЯ

Державна воєнна позика 1942 року • Дзяржаўная ваенная пазыка 1942 года • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы  
1942 чылы ыльгы мемлекеттик согуш займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы  
1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы  
1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы  
1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы • 1942-чи ил дэвлэт ыарби займы

№ 41 100 № 007473  
ОБЛИГАЦИЯ СЕРИЯ  
Разряд 7





ForexAW.com





[segodnya.ua](http://segodnya.ua) → [novostey.com](http://novostey.com)





**Объемы размещенных ОФЗ-ИН и ОФЗ-н  
(по номинальной стоимости)\***

По состоянию на 26.12.2018

Код выпуска ценной бумаги	Тип ценной бумаги	Дата окончания размещения	Дата погашения	Объем эмиссии (объявленный), млн. руб.	Фактически размещено, млн. руб.	Объем в обращении, млн. руб. <sup>3</sup>	Остаток, доступный для размещения, млн. руб.
<b>Облигации федерального займа с индексируемым номиналом (ОФЗ-ИН)</b>							
52001RMFS	ОФЗ-ИН	31.12.2017	16.08.2023	174 133,500	173 796,842	173 796,842	0,000
52002RMFS	ОФЗ-ИН	25.12.2019	02.02.2028	153 967,500	79 260,295	79 260,295	74 707,205
<b>Облигации федерального займа для физических лиц (ОФЗ-н)</b>							
53001RMFS	ОФЗ-н	25.10.2017	29.04.2020	30 000,000	30 000,000	28 949,382	0,000
53002RMFS	ОФЗ-н	14.03.2018	16.09.2020	15 000,000	11 394,660	11 242,570	0,000
53003RMFS	ОФЗ-н	22.03.2019	24.03.2021	20 000,000	15 403,592	15 403,592	381,306

\* <http://www.minfin.ru/> - Основные направления государственной долговой политики Российской Федерации на 2017-2019 гг.

Государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах Российской Федерации, номинальная стоимость которых указана в валюте Российской Федерации

млрд. рублей

Виды ценных бумаг	ГКО	БООЗ	ОФЗ-ПК	ОФЗ-ПД	ОФЗ-ФК	ОФЗ-АД	ОФЗ-ИН	ГСО-ППС	ГСО-ФПС	ОВОЗ	ОГНЗ	ОГРВЗ 1991 года	ОРВВЗ 1992 года	ОГСЗ	ОФЗ-н	Итого внутренний долг
на 01.01.1993	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,08	0,01	-	-	0,09
на 01.01.1994	0,20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,08	0,02	-	-	0,30
на 01.01.1995	10,59	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,08	0,03	-	-	10,70
на 01.01.1996	65,76	-	7,96	-	-	-	-	-	-	-	-	0,08	0,05	3,00	-	76,85
на 01.01.1997	203,58	-	33,53	3,8	-	-	-	-	-	-	-	0,08	0,07	8,00	-	249,06
на 01.01.1998	272,61	-	47,62	115,78	-	-	-	-	-	-	1,77	0,08	0,11	13,08	-	451,05
на 01.01.1999	16,82	-	0,13	346,83	112,56	-	-	-	-	-	2,64	0,08	0,12	14,64	-	493,82
на 01.01.2000	7,43	-	0,04	402,21	112,43	-	-	-	-	-	2,69	0,08	0,14	4,88	-	529,90
на 01.01.2001	3,05	-	24,11	359,21	122,77	-	-	-	-	-	19,50	0,01	0,18	3,00	-	531,83
на 01.01.2002	19,54	-	24,10	307,82	138,53	-	-	-	-	-	20,73	0,0004	0,21	0,12	-	511,05
на 01.01.2003	18,82	-	24,10	350,74	207,07	42,29	-	-	-	-	11,50	0,0004	0,08	0,11	-	654,71
на 01.01.2004	2,72	-	24,10	50,48	199,31	375,42	-	-	-	-	11,50	0,0004	0,04	0,10	-	663,67
на 01.01.2005	0,02	-	0,001	43,31	171,22	542,24	-	-	-	-	-	0,0003	0,03	0,0002	-	756,82
на 01.01.2006	0,02	-	0,001	123,64	131,13	596,33	-	-	-	-	-	0,0003	0,03	-	-	851,15
на 01.01.2007	-	-	-	205,62	94,83	675,16	-	0,42	52,00	-	-	0,0003	0,03	-	-	1 028,06
на 01.01.2008	-	-	-	288,42	51,43	807,59	-	10,42	91,00	-	-	0,0003	0,03	-	-	1 248,89
на 01.01.2009	-	-	-	328,17	33,83	882,03	-	45,41	132,00	-	-	0,0002	0,03	-	-	1 421,47
на 01.01.2010	-	-	-	706,37	-	863,38	-	135,42	132,00	-	-	0,0002	-	-	-	1 837,17
на 01.01.2011	-	-	-	1 338,59	-	815,58	-	175,42	132,00	-	-	0,0002	-	-	-	2 461,59
на 01.01.2012	-	-	-	1 823,70	-	1 079,58	-	421,15	132,00	90,00	-	0,0002	-	-	-	3 546,43
на 01.01.2013	-	-	-	2 248,15	-	1 048,58	-	545,55	132,00	90,00	-	0,0002	-	-	-	4 064,28
на 01.01.2014	-	-	-	2 688,85	-	1 045,98	-	475,55	132,00	90,00	-	0,0001	-	-	-	4 432,38
на 01.01.2015	-	103,58	1 000,00	2 551,02	-	1 038,56	-	560,55	132,00	90,00	-	0,0001	-	-	-	5 475,71
на 01.01.2016	-	-	1 347,26	2 710,34	-	791,17	141,77	360,55	132,00	90,00	-	0,0001	-	-	-	5 573,09
на 01.01.2017	-	-	1 738,00	3 051,10	-	680,06	163,63	245,55	132,00	90,00	-	0,0001	-	-	-	6 100,34
на 01.01.2018	-	-	1 748,44	4 283,62	-	539,84	168,52	245,55	132,00	90,00	-	0,0001	-	-	39,15	7 247,12

Материал подготовлен Департаментом государственного долга и государственных финансовых активов Министерства финансов Российской Федерации, 2018.

## Об авторе



Нишатов Николай Петрович, кандидат экономических наук, доцент. С 1994 по 2011 гг. работал доцентом на кафедре Денег, кредита и ценных бумаг Всероссийского заочного финансово-экономического института (ВЗФЭИ). После присоединения ВЗФЭИ к Финансовому университету при Правительстве Российской Федерации (Финуниверситет) продолжает работать доцентом вуза в Департаменте финансовых рынков и банков.

Имеет в соавторстве множество учебных публикаций по дисциплинам Рынок ценных бумаг, Деньги. Кредит. Банки, Банки и их операции, а также ряд научных статей и глав в монографиях по проблематике финансовых рынков.