

ИЗ ФОНДОВ РОССИЙСКОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ БИБЛИОТЕКИ

Пилипенко, Григорий Николаевич

1. Государственное регулирование фондового рынка
и пути его совершенствования

1.1. Российская государственная библиотека

Пилипенко, Григорий Николаевич

Государственное регулирование фондового
рынка и пути его совершенствования

[Электронный ресурс]: Дис. ... канд. экон.
наук : 08.00.10 .-М.: РГБ, 2005 (Из фондов
Российской Государственной библиотеки)

Финансы, денежное обращение и кредит

Полный текст:

<http://diss.rsl.ru/diss/05/0451/050451044.pdf>

Текст воспроизводится по экземпляру,
находящемуся в фонде РГБ:

Пилипенко, Григорий Николаевич

Государственное регулирование фондового
рынка и пути его совершенствования

М. 2005

Российская государственная библиотека, 2005
год (электронный текст).

61:05-8/2553

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СОЦИАЛЬНЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

ПИЛИПЕНКО ГРИГОРИЙ НИКОЛАЕВИЧ

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ
ФОНДОВОГО РЫНКА И ПУТИ ЕГО
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Диссертация
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

**Научный руководитель:
д.э.н., профессор Иванов А.П.**

Москва-2005

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
ГЛАВА I. ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ КАК ОСНОВА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА	10
1.1. Фондовый рынок: сущность, функции	10
1.2. Современное состояние отечественного фондового рынка, проявление его новых качеств	21
1.3. Тенденции развития отечественного фондового рынка	36
ГЛАВА II. МЕХАНИЗМ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА	52
2.1. Необходимость государственного регулирования фондового рынка	53
2.2. Функции государства на фондовом рынке	65
ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО ФОНДОВОГО РЫНКА	76
3.1. Усиление организационно-правового регулирования фондового рынка	76
3.2. Улучшение государственного регулирования рисков на фондовом рынке	98
3.3. Совершенствование системы налогообложения на фондовом рынке	114
Заключение	131
Список использованной литературы	144

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования определяется жизненной необходимостью для России обеспечить экономический рост, от которого зависит судьба и величие нашей страны, ее место в мировом сообществе. Решение этой задачи предполагает масштабное привлечение инвестиций в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка, как важнейшего института рыночной экономики.

Мировая практика свидетельствует о том, что полагаться исключительно на самоорганизацию фондового рынка совершенно недопустимо. Падение ведущих мировых фондовых индексов, начавшееся в первой половине 1999 г. на японском фондовом рынке, а спустя два года – на американском, заставляет переосмыслить роль государственного регулирования рынка ценных бумаг. В этих странах государство вынуждено предпринимать решительные меры для того, чтобы сдерживать панические настроения, возникающие среди инвесторов на фоне снижающихся показателей прибыли крупнейших корпораций. Неприятным открытием для многих экспертов при этом явилось то, что для стабилизирующего воздействия на рынок у самого мощного экономического агента в стране не хватает рычагов. В результате усилился общественный интерес к кейнсианской доктрине антикризисного регулирования рынков.

При соответствующей институциональной организации фондового рынка, жестком государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов этот рынок весьма убедительно демонстрирует удобство, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный вектор экономики.

Для современной России парадигма активного регулирования, которое не ограничивается контролем за соблюдением требований законодательства профессиональными участниками фондового рынка, является еще более актуальной. За 12 лет своего развития отечественный фондовый рынок так и

не стал эффективным механизмом инвестиционного финансирования экономики. Очевидно, для этого нужно определить стратегические пути направленного стимулирования и развития рынка. Вмешательство государства в высокотехнологичный и весьма чувствительный фондовый механизм должно быть строго ограничено рамками необходимости. Меры и степень воздействия на фондовый рынок должны быть научно обоснованы, а возможные его реакции – спрогнозированы.

Четко работающий во всех своих сегментах фондовый рынок позволяет вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, находящийся сейчас у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

К сожалению, в настоящее время российский фондовый рынок представляет собой совершенно иной механизм. Так, в сегменте государственных ценных бумаг заимствования осуществляются не для финансирования крупных проектов по развитию производства и его инфраструктуры, которые не могут быть осуществлены частным порядком, или хотя бы для долевого участия в таких проектах, а для иных целей. Региональные облигационные займы проводятся для покрытия дефицита региональных бюджетов. Эту же роль выполняет и сегмент муниципальных ценных бумаг. Сегмент корпоративных облигационных заимствований лишь отчасти работает на финансирование развития производства и практически всегда только в рамках корпораций – эмитентов, а получаемые финансовые ресурсы в основном идут на пополнение оборотных фондов. Вторичные эмиссии компаний пока еще крайне редки и доля инвестиций, поступающих в реальный сектор экономики за счет таких эмиссий, составляет в общем объеме инвестиций в основной капитал доли процента. На фондовом рынке практически отсутствуют ценные бумаги, хотя бы и косвенно связанные с организацией принципиально новых производств и новых компаний.

В настоящее время государство с помощью своих экономических рычагов (налогообложения, целевых дотаций, программ развития и т.п.)

должно оказывать рынку поддержку, создавая тем самым благоприятные условия для его дальнейшего самостоятельного развития.

Степень научной разработанности проблемы. Значительный вклад в разработку теоретических и практических аспектов государственного регулирования фондового рынка внесли отечественные и зарубежные ученые Л.И. Абалкин, М.Ю. Алексеев, Б.А. Алехин, В.В. Булатов, И.В. Галкин, Л.И. Григорьев, Г.А. Гурвич, Ю.А. Данилов, А.П. Иванов, А.В. Комаров, О.Н. Константинов, О.И. Лаврушин, В.И. Малюгин, Я.М. Миркин, В.Т. Мусатов, Б.Б. Рубцов, Ю.С. Сизов, Е.А. Суханов, С.Д. Чижов, В.А. Шаховой, А.В. Шестаков, П.Н. Шуляк, Л.А. Чалдаева, Г. Александер, Дж. Бейли, Дж. Литнер, Г. Марковец, Дж. Сорос, Дж. Трейнер, Дж. Р. Хикс, Дж. Ван Хорн, У. Шарп и др.

Несмотря на большое число публикаций, пока отсутствуют научные работы, в которых бы в комплексном плане рассматривались вопросы государственного регулирования фондового рынка и пути его совершенствования. Лишь в отдельных журнальных публикациях косвенно затрагивается эта проблема. Более того, в отечественной экономической литературе по-прежнему имеют место диаметрально противоположные мнения о роли государства в развитии фондового рынка, необходимости его государственного регулирования. При этом зачастую игнорируется положительное воздействие хорошо организованного, умело регулируемого и строго контролируемого фондового рынка на успешное и устойчивое развитие реального сектора экономики. Все это, теоретическая и практическая значимость дальнейших научных разработок в этом направлении предопределило цель и задачи исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является оценка современного состояния отечественного фондового рынка, разработка и обоснование основных направлений совершенствования его государственного регулирования.

В соответствии с поставленной целью в диссертации осуществлялось решение следующих задач, определивших структуру работы:

- уточнить сущность и функции фондового рынка;
- оценить современное состояние отечественного фондового рынка и проявления его новых качеств;
- выявить тенденции развития фондового рынка России;
- обосновать необходимость государственного регулирования фондового рынка и его механизм;
- раскрыть функции государства на фондовом рынке;
- разработать основные направления совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка.

Объект исследования – отечественный фондовый рынок.

Предмет исследования – методы и способы совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам фондового рынка и инвестиционных процессов, а также законодательные и нормативные акты, регламентирующие процесс формирования и формирования и развития отечественного фондового рынка.

В методологическую основу исследования были положены разнообразные современные методы: системный подход, аналитический, комплексно-факторный, аналитический, абстрактно-логический, экономико-статистический анализы, методы аналогий, сравнительных и экспертных оценок, экстраполяции тенденций, статистической обработки данных по фондовому рынку.

Информационной базой исследования послужили материалы различных квоуромов, круглых столов, российских и международных научных конференций, журнальные статьи, статистические материалы Госкомстата РФ, Российской торговой системы (РТС), Московской

межбанковской валютной биржи (ММВБ), данные ФКЦБ России (ныне ФСФР), экспериментов, проводившихся в г. Москве.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

- внесены уточнения в трактовку фондового рынка, под которым следует понимать рынок финансовых инструментов – инвестиционных ценных бумаг, представляющих фондовую ценность, которые могут быть использованы хозяйствующими субъектами для воспроизводства капитала в целях устойчивого развития;

- выявлено проявление новых качества отечественного фондового рынка (внутренняя устойчивость, определенная независимость от мировых финансовых и сырьевых рынков, емкость ликвидность и т.д.), которые связаны с преодолением ограничений деятельности его главных фигурантов (эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка), в результате чего он начинает выполнять свою главную макроэкономическую функцию – трансформацию сбережений в инвестиции;

- доказано, что при строгом государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов данный рынок будет весьма убедительно демонстрировать удобство, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики;

- обобщены и выделены наиболее существенные функции государства на фондовом рынке (институциональная, законодательная, контрольная, стабилизирующая, антимонопольная, защитная, перераспределительная, инвестиционная, информационная, стимулирующая);

- разработаны основные направления совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка, которые связаны с усилением контроля за рисками, созданием эффективной системы налогообложения.

Наиболее существенные научные результаты, полученные лично соискателем и выносимые на защиту, состоят в следующем:

- - уточнена сущность фондового рынка, выявлены и обоснованы его наиболее существенные специфические функции: трансформационная (перевод сбережений в инвестиции), перераспределительная (перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, хозяйствующими субъектами), аккумулирующая (аккумуляция и мобилизация свободных денежных средств инвесторов), инновационная (воздействие на развитие наиболее перспективных производств, внедрение в хозяйствующую практику передовых инновационных технологий и разработок);

- - определены наиболее существенные недостатки, присущие отечественному фондовому рынку (наличие барьеров между рынком и реальным сектором, господство нерыночных форм присвоения корпоративных доходов, привязка к предприятиям нефтегазового сектора, узкий круг финансовых инструментов, высокие издержки эмитента по выходу на рынок, отсутствие специализированных технологий для широкого вовлечения в финансовый оборот значительных денежных средств населения, противоречие в интересах владельцев контролирующих пакетов акций предприятий и моноритарных акционеров и др.), не позволяющие привлекать инвестиции в реальный сектор экономики;

- - выявлены причины недостаточного развития отечественного фондового рынка: отсутствие единого биржевого пространства, эффективных инструментов борьбы и использованием инсайдерской информации; бюрократизм при регистрации эмиссий; наличие института финансовых консультантов; слабая защита прав инвесторов и акционеров; изъяны и противоречия в законодательстве;

- - доказано, что фондовый рынок, с одной стороны, должен быть максимально открытым для массового инвестора, а, с другой, - востребован как средство привлечения капитала эмитентами;

- обоснована необходимость реформирования отечественного фондового рынка, которая должна найти соответствующее конкретное отражение в «пакете» институциональных российских реформ;

- предложены: схема действия именованного инвестиционного счета налогоплательщика, связанная с освобождением его от налога, взимаемого в дивидендов по акциям в случае их реинвестирования; схема действия компенсационного фонда профессиональных участников фондового рынка, за счет которого инвесторы получают возмещения в случаях наступления неблагоприятных событий.

Теоретическая и практическая значимость работы. Основные теоретические выводы и положения диссертационного исследования могут быть использованы при разработке с федеральной и региональных программ развития фондового рынка, в преподавании ряда дисциплин высшей школы – «Финансы», «Рынок ценных бумаг», «Налоги и налогообложение», «Операции на рынке ценных бумаг».

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования докладывались автором на III Международном социальном конгрессе «Глобальная стратегия социального развития России: социологический анализ и прогноз» (2003 г.), научных конференциях, годичных научных чтениях, семинарах. Они используются в работе Центрального федерального округа, учебном процессе социально-экономического факультета Российского государственного социального университета.

По теме диссертационного исследования опубликованы 3 печатные работы общим объемом 2,5 п.л.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Она изложена на 158 страницах, содержит 4 таблицы и 9 рисунков.

ГЛАВА I. ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ КАК ОСНОВА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

1.1. Фондовый рынок: сущность, функции

Термин «фондовый рынок» не определен в российском законодательстве, но, тем не менее, активно используется в средствах массовой информации, научных трудах и программах социально-экономического развития страны. В отечественной экономической литературе встречаются самые разнообразные трактовки данного понятия. В расширительной трактовке под ним имеется в виду достаточно большой набор финансовых инструментов (всех ценных бумаг, включая векселя, чеки и т.д.)¹, в наиболее узкой - рынок акций и облигаций.

В странах с развитой рыночной экономикой возможности государственного вмешательства в распределение ресурсов ограничены. Большинство предприятий, будучи основанными либо на частной, либо на коллективной собственности, самостоятельно изыскивают материальные и финансовые ресурсы на рынках, через которые распределяется подавляющая часть общественного продукта как в натурально-вещественной, так и в стоимостной формах. Обособление и функционирование системы рынков как связующего звена между производителями и потребителями, инструмента сокращения времени обращения, уменьшения потерь в этой фазе воспроизводства можно считать одной из характерных особенностей развития производства в современных условиях. Особое место в этих процессах занимают ценные бумаги, опосредующие инвестиционный процесс.

Инвестиционные ценные бумаги, как и любой другой товар, должны иметь устойчивую сферу своего свободного обращения, иметь свой рынок,

¹ Такого подхода придерживаются, в частности, Я. Миркин и Б. Рубцов (см.: Рубцов Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.,-2000, с. 8).

который занимает особое место в системе рыночных отношений¹. Это предполагает, что фондовый рынок – сложная организационно-экономическая система с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов. В то же время инвестиционные ценные бумаги — товар весьма специфический. Соответственно, фондовый рынок отличается от всех других (товарных, денежных и др.) рынков особым характером товара, который на нем обращается (т.е. инвестиционными ценными бумагами). Это определяет специфический состав участников рынка, порядок функционирования и правила регулирования.

На наш взгляд, под фондовым рынком следует понимать рынок инструментов (инвестиционных ценных бумаг), которые могут быть использованы хозяйствующими субъектами в целях своего устойчивого развития. Другими словами, мы рассматриваем фондовый рынок в качестве механизма, обеспечивающего финансирование воспроизводства основного капитала.

С точки зрения экономической теории в этом случае наиболее близким синонимом термина «фондовый рынок» выступает «рынок капитала» (capital market). Более того, это точный синоним, если использовать последнее понятие максимально корректно². С юридической точки зрения употребление термина «фондовый рынок» в российских условиях некорректно именно в силу его нормативной неопределенности. Поэтому в юридических работах он заменяется термином «рынок ценных бумаг» в соответствии с трактовкой Федерального закона «О рынке ценных бумаг». Однако данному подходу присущи серьезные недостатки, поскольку под ценными бумагами как в экономических трудах, так и в ряде нормативных актов (в первую очередь в Гражданском кодексе РФ) понимаются не только акции и облигации, но и

¹ См. более подробно об этом: Чалдаева Л.А., Килячков А.А. Место рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений // Финансы и кредит. 1999. №1. С. 27-31.

² В классических трудах и университетских учебниках под рынком капитала понимается именно рынок акций и долгосрочных корпоративных долговых секьюритизированных обязательств (облигаций) (см., например: Фабоци Ф. Управление инвестициями М.: ИНФРА-М, 2000, с. 16-17). В макроэкономическом плане рынки капитала признаются механизмом финансирования корпораций, альтернативным банковскому кредитованию.

другие ценные бумаги, не предназначенные для финансирования воспроизводства основного капитала.

Слово «фонды» исходит из глубины веков, его смысл устоялся не сразу; оно долго сохраняло первенство над словом «капитал», занимая значение последнего. Изначальный смысл слова «фонд» был эквивалентен понятию «первоначальный капитал» в современном его понимании, т.е. той субстанции, которая еще не приносила доход, но уже была ценностью, способной это делать¹.

Действительно, слово «фонды» (франц. «fond» от лат. «fundus» — основание) означает, во-первых, «ресурсы, запасы, накопления», и, во-вторых, «денежные средства, предназначенные для какой-либо цели»². В этом смысле необходимым условием начала и развития деятельности предприятия, приумножения капитала является создание (наличие) фондов, которые можно будет использовать на эти цели. Одним из инструментов реализации такого действия как раз и является инвестиционная ценная бумага, представляющая фондовую ценность.

Движение инвестиционных ценных бумаг, эмитируемых хозяйствующими субъектами, как носителей капитальной стоимости, как инструментов долгосрочных финансовых потоков обслуживает процессы формирования и перестройки капитальной структуры. Следовательно, можно сказать, что это и есть оборот капиталов, мощность которого регулируется предприятием (фирмой, корпорацией) во времени и пространстве.

Фондовый рынок является важной составной частью финансового рынка. Его появление и развитие напрямую связано с ростом потребности в привлечении инвестиционных ресурсов в условиях расширения хозяйственной деятельности. Фондовый рынок занимает особое место в системе производственного процесса, обеспечивая свободное движение денежных ресурсов. С помощью ценных бумаг осуществляется сбор

¹ Батунин М. Соотношение фондового рынка и рынка ценных бумаг/Хозяйство и право. 1996. №5. С. 111.

² Советский энциклопедический словарь. - М.: Издательство «Советская энциклопедия», 1981. - С. 1433.

(аккумуляция) средств от внутренних и внешних сберегателей и передача их для инвестирования предприятиям, фирмам и т.д. Благодаря фондовому рынку обеспечивается участие сберегателей в прибылях предпринимателей.

Фондовый рынок в зависимости от выбранных характеристик может быть разделен на отдельные рынки или сектора (сегменты). Так, по сроку обращения ценных бумаг фондовый рынок делится на рынок долговых обязательств и на рынок акций. На рынке долговых обязательств торгуются среднесрочные и долгосрочные долговые обязательства. На рынке акций обращаются долевые ценные бумаги (акции) без фиксированного срока погашения, т.е. бумаги, которые могут обращаться сколь угодно долго.

В свою очередь рынок долговых обязательств имеет сегмент (сектор) государственных долговых обязательств (документарные и бездокументарные, предъявительные и именные, купонные и бескупонные, с фиксированным и плавающим доходом облигации) и сегмент (сектор) корпоративных долговых обязательств (различные виды облигаций, векселей, депозитарные и сберегательные сертификаты).

В зависимости от стадии обращения рынки долговых обязательств и акций делятся на первичный и вторичный рынки. Первичный рынок охватывает сделки, при которых инвестиционные средства поступают непосредственно инвестору, т.е. по времени это самые первые сделки с данными ценными бумагами. Все последующие сделки происходят уже на вторичном рынке. По объему совершаемых операций вторичный рынок во много раз превосходит первичный рынок. Но именно первичный рынок характеризует сумму и направление инвестиций¹.

Посредством операций на первичном рынке удовлетворяется спрос на капитал со стороны предпринимателей. На основе эмиссии и размещения новых выпусков ценных бумаг происходит переток капитала в конкретную

¹ В специальной литературе приводятся и иные характеристики сегментов фондового рынка. См., например: Алехин Б.А. Рынок ценных бумаг. М., 1991; Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992; Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы. М., 1991; Галкин И.В., Комаров А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. М.: Экономика, 1998.

область предпринимательства. Скорость мобилизации капитала, т.е. быстрота, да и сама возможность размещения вновь эмитируемых ценных бумаг, определяется двумя группами факторов.

Во-первых, возможность и скорость размещения эмитируемых ценных бумаг зависит от конъюнктуры финансового рынка. На этот процесс влияют:

- доходность, текущий и ожидаемый процент по облигациям, ожидаемые размеры дивиденда и или возможность увеличения дополнительных прибылей за счет обладания контролем;

- величина ссудного процента, которая делает более или менее привлекательным помещением сбережений в банк;

- степень риска вложений, которая определяется устойчивостью, сбалансированностью и перспективами роста экономики, надежностью финансовой системы;

- наличие альтернативных объектов приложения средств — конъюнктура товарных и других рынков;

- ликвидность рынка, т.е. масштабы распространения акционерных предприятий, степень использования ими ценных бумаг для привлечения средств.

Во-вторых, возможность размещения ценных бумаг и его оперативность находятся под влиянием условий конкретного бизнеса, т.е. под воздействием следующих факторов деловой активности и риска:

- экономическая ситуация в отрасли (на рыночном сегменте), где осуществляет свою деятельность эмитент;

- уровень конкуренции (степень монополизации) в отрасли (на рыночном сегменте) эмитента;

- технология производства (по основной деятельности) эмитента, его зависимость от поставщиков сырья, энергии, материалов и т.д.;

- характер рыночного спроса на продукцию эмитента, его зависимость от покупателей (потребителей);

- государственное регулирование и налогообложение бизнеса эмитента.

В отличие от происходящих на первичных рынках процессов переливов капиталов непосредственно в сферы конкретного предпринимательства, на вторичных рынках осуществляется перераспределение собственности на капитал. Перегруппировка собственников фиксирует на каждый данный момент изменение рыночных позиций любого эмитента, т.е. изменение абсолютной и относительной величин капитализации данного эмитента. Возрастание или уменьшение стоимости представленного в ценных бумагах капитала (уровня капитализации) эмитента, отражаемое изменениями их курсов, формирует новые предпочтения инвесторов и тем самым вызывает новую перегруппировку собственников капитала. В результате вторичные рынки, регистрируя конъюнктуру, определяют основные направления новых вложений, т.е. переливов капиталов между отдельными отраслями экономики и территориями. Фондовый рынок включая первичный и вторичный рынки, — это наиболее точный и быстродействующий механизм перелива капиталов по сравнению с другими формами инвестиционных рынков.

Сравнение фондового рынка с методами финансового обеспечения воспроизводственного процесса, характерного для командно-административной системы управления экономикой, позволяет выделить его важные особенности, выгодно его отличающие:

- в условиях функционирования фондового рынка требуется значительно меньше времени для удовлетворения потребностей субъектов хозяйствования и других пользователей в привлечении инвестиций;
- посредством обращения ценных бумаг обеспечиваются высокая степень и качество удовлетворения потребностей предприятий, организаций и других пользователей в необходимых им инвестиционных ресурсах.

Огромное значение фондового рынка в экономике и его особая роль в инвестиционном процессе определяются следующими обстоятельствами:

- благодаря фондовому рынку становится возможным инвестировать денежные средства в производство, что позволяет увеличивать

производственные мощности страны, накапливать ресурсный потенциал. Безусловно, трансформация сбережений общества в инвестиции, инвестирование в производство возможны и в отсутствие рынка ценных бумаг (как это было в СССР). Однако фондовый рынок позволяет делать это более гибко и эффективно, оперативно уравнивая имеющиеся спрос на инвестиционные ресурсы и их предложение. Современная практика показывает, что даже необеспеченность природными ресурсами не имеет решающего значения для высоких темпов экономического роста и благосостояния нации (наглядный пример — Япония), не менее важна рациональная организация финансовых рынков (в том числе фондового рынка);

- с помощью фондового рынка облегчается развитие перспективных производств и отраслей, обеспечивающих максимальную прибыль инвесторам, в отдельных случаях (как при эмиссии Государственных долговых обязательств) — решение определенных общественно необходимых задач (социальный эффект). На рынке постоянно оценивается эффективность функционирования предприятий-эмитентов, причем не только текущая, но и ожидаемая, с учетом различных факторов макро- и микросреды, непосредственно воздействующих на прибыльность тех или иных производств. Благодаря фондовому рынку инвестиционные ресурсы направляются в отрасли, обеспечивающие наибольшую эффективность использования вложенных средств. Это важно не только для конкретных предприятий, но и для экономики в целом;

- перераспределение капиталов, осуществляемое на фондовом рынке, их межотраслевой перелив способствуют ускорению научно-технического прогресса, быстрейшему внедрению современных технологий и достижений в производство, обеспечивая эффективное использование ограниченных ресурсов и оптимальные пропорции воспроизводства. Это одна из характерных тенденций и особенностей развития современных фондовых рынков занимает особое место в рыночной экономике и выполняет ряд

важных функций в системе общественного воспроизводства. Однако количественный и качественный состав этих функций в современной экономической литературе существенно различается¹. На наш взгляд целесообразно выделить две группы функций фондового рынка в экономике:

- общие функции рынка ценных бумаг, характерные и для всех других видов рынков (в частности, товарных);
- специфические функции, реализуемые непосредственно в процессе обращения ценных бумаг на рынке как особого инвестиционного товара.

Фондовый рынок, как и любые другие рынки (в частности, товарные), выполняет некоторые общие функции: коммерческую, ценовую, информационную, регулирующую. Особо значимой является информационная функция рынка ценных бумаг, свидетельствующая о состоянии экономики (функция индикатора конъюнктуры). Эта функция реализуется вследствие высокой мобильности (подвижности) капитала, обращающегося на фондовом рынке. Конечно, на этой основе существует возможность отрыва, обособления спроса и предложения от процессов, протекающих на рынках конкретных инвестиционных ресурсов и это — своеобразная «плата» за быстрое действие финансового механизма перелива капитала на фондовом рынке.

Состояние общеэкономической конъюнктуры находит отражение на фондовом рынке, играющего роль индикатора или барометра рыночной конъюнктуры. На практике эта функция фондового рынка реализуется посредством котировки, т.е. регистрации курсов ценных бумаг. Стабильное

¹ Ф. Фабоцци выделяет три экономические функции финансовых рынков, наиболее значимые для рынка ценных бумаг: определение цены финансового актива; обеспечение механизма осуществления сделок с финансовыми активами; уменьшение транзакционных издержек участников рынка (Фабоцци Ф. Управление инвестициями, с. 16-17). Дж. Стиглиц выделяет семь функций финансового рынка в переходной экономике: передача ресурсов (капитала) от сберегающих агентов к заемщикам и инвесторам; агломерация капитала; отбор проектов; мониторинг использования средств по проекту; обеспечение выполнения контрактов (возврата); передача, разделение рисков; диверсификация рисков (цит. по: Григорьев Л., Гурвич Г., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М., 2004, с. 18-19). В. Евстигнеев, выделяя пять задач фондового рынка, понимаемого в узком смысле как рынка акций (формирование эффективных портфелей; страхование макроэкономических рисков; обеспечение кредитной экспансии; приобретение контроля; привлечение инвестиционных ресурсов), в качестве основной называет функцию обеспечения кредитной экспансии (Евстигнеев В. Портфельные инвестиции и мир и России: выбор стратегии. М.: Эдиторнал УРСС, 2002, с. 21).

снижение биржевых курсов тех или иных ценных бумаг на рынке, а также просто массовое падение курсов есть признак ухудшения экономической конъюнктуры, предвещает спад деловой активности, и свидетельствуют о нормальном экономическом положении страны. Конечно, из данного правила бывают исключения, однако большей частью рынок ценных бумаг верно определяет вектор экономического движения, и ситуация на нем сигнализирует о перспективном состоянии экономики.

Через ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке, в известной мере реализуется возможность контроля над экономикой, регулирования экономических процессов как в рамках макро-, так и микроэкономики (например, при использовании механизма приватизации, в процессе обращения государственных долговых обязательств). Ценные бумаги могут выступать связующим звеном между общественными, политическими, государственными институтами (надстройкой) и совокупностью экономических отношений и связей в обществе (базисом). К примеру, общественно значимые явления и события в надстройке воздействуют на курсы ценных бумаг (в первую очередь — биржевых), а те в свою очередь — на функционирование экономической системы в целом. Наиболее яркий и свежий пример в этом плане — динамика курсов ценных бумаг на ведущих торговых площадках США в период последних выборов президента этой страны. По мнению ряда аналитиков, *обвал* американского фондового рынка в 2000 г. стал прямым следствием той самой неопределенности с подведением итогов голосования, которую американцы переживали впервые за 200 лет.

Рассматривая специфические функции фондового рынка, следует выделить из них наиболее существенные. На наш взгляд, к таким функциям относятся трансформационная, перераспределительная, аккумулирующая и инновационная.

Трансформационная — перевод сбережений в инвестиции. Как известно, источником финансирования инвестиций на уровне экономики в

целом являются сбережения. Основным механизмом, осуществляющим перевод сбережений в инвестиции, является фондовый рынок (см. рис. 1).

Данная функция фондового рынка является определяющей, с его помощью можно оказывать стимулирующее воздействие на инвестиционные процессы в экономике, а на микроуровне он может служить механизмом привлечения дополнительных источников финансирования.



Рис. 1. Место фондового рынка в инвестиционном процессе

Трансформационная функция весьма значима в том плане, что позволяет приблизить уровни потенциальных инвестиций, определяемых масштабами сбережений на всех уровнях (домохозяйств, предприятий и организаций, государства в целом), с одной стороны, и фактически реализуемых — с другой. Конкретные способы трансформации определяются спецификой используемых инструментов рынка ценных бумаг (акции, облигации). Реализация трансформационной функции фондовым рынком позволяет увязать в единую цепочку начальные (формирование сбережений) и конечные (осуществление инвестиций) звенья инвестиционного процесса.

Перераспределительная – перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, хозяйствующими субъектами. Дело в том, что механизм фондового рынка, являясь гибким и эффективным регулятором

воспроизводственного процесса и его финансового обеспечения, позволяет осуществить такое перераспределение.

Инструменты — проводники этой функции на практике — ценные бумаги. Отражая действие законов спроса и предложения и динамики нормы прибыли в различных отраслях производства, ценные бумаги обеспечивают прилив капитала в одни отрасли и отток капитала из других. Ценные бумаги надежных, перспективных, доходных отраслей, как правило, пользуются спросом, чего нельзя сказать о ценных бумагах стагнирующих и устаревающих отраслей. Только фондовый рынок (в отличие от других финансовых рынков) опосредует распределение и перераспределение собственного капитала корпораций между отраслями экономики.

Аккумулирующая — аккумуляция и мобилизация свободных денежных средств инвесторов. Формой аккумуляции денежных средств широкого круга инвесторов являются разнообразные ценные бумаги. Аналогичная функция может выполняться и другими финансовыми институтами и учреждениями (банками, инвестиционными и пенсионными фондами и др.). Однако только фондовый рынок позволяет взаимодействовать поставщикам и потребителям инвестиционных ресурсов напрямую, что означает более высокую доходность для первых и более низкие издержки привлечения средств для вторых.

Инновационная функция фондового рынка ценных бумаг реализуется в результате одновременного обращения на рынке ценных бумаг самых разнообразных корпораций, относящихся к различным секторам экономики. На основе оценки степени перспективности предприятий тех или иных отраслей формируется соответствующая система курсов их ценных бумаг. Наиболее передовые предприятия и отрасли получают и более высокую оценку ценных бумаг со стороны участников рынка, инвесторов. Тем самым они (предприятия и отрасли) имеют возможность привлечения дополнительных инвестиций за счет новых выпусков ценных бумаг и их размещения на фондовом рынке. Ведомые частным корыстным интересом

(максимизацией доходности) инвесторы способствуют формированию и развитию наиболее перспективных производств, внедрению в хозяйственную практику самых передовых технологий и разработок, что способствует росту эффективности экономики.

Фондовый рынок позволяет уменьшить долю бюджетного финансирования и прямого банковского кредитования в инвестиционных потребностях хозяйствующих субъектов, ускорить трансформацию сбережений населения и институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных, благотворительных и общественных фондов и т.п.) в инвестиции реального сектора экономики.

Фондовый рынок является важнейшим механизмом рыночной экономики, предоставляющим возможность привлечения инвестиций и перераспределения капитала. Эффективно работающий фондовый рынок служит основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. При помощи этого рынка в развитых экономиках обеспечивается решение многих макроэкономических проблем, среди которых особое значение имеет проблема экономического роста.

1.2. Современное состояние отечественного фондового рынка, проявление его новых качеств

Как известно, в процессе массовой приватизации отечественный фондовый рынок был практически полностью занят приватизационными исками (ваучерами) и мошенническими бумагами (МММ, АВВА и др.). В постприватизационный период фондовый рынок стал обслуживать процесс перераспределения собственности. Субъекты, являющиеся активными участниками этого процесса, были заинтересованы в приобретении больших пакетов акций на внебиржевом рынке по минимальным ценам и на условиях, обеспечивающих подавление конкуренции со стороны других возможных претендентов на доли собственности. Это стимулировало информационную

закрытость сделок по купле-продаже ценных бумаг, способствовало развитию различных схем использования инсайдерской информации, объективно ограничивало свободный спрос со стороны портфельных и мелких частных инвесторов. В результате образовался олигополистический рынок с ограниченным числом крупных игроков. Параллельно формировался спекулятивный сектор, делающий ставки на рост или падение интереса крупных инвесторов к тем эмитентам, ценные бумаги которых наиболее доступны в розницу, то есть на самые ликвидные ценные бумаги. Агрессивный спекулянт (внешний и внутренний) в условиях недостаточной организованности фондового рынка, отсутствия эффективной системы регулирования и надзора чувствовал себя достаточно вольготно.

Спекулятивный характер российского фондового рынка был в 90-е годы настолько ярко выраженным и постоянным, что до сих пор многие аналитики никак не могут избавиться от приобретенного тогда впечатления. В этой связи можно сослаться на Я. Миркина, утверждающего уже после дефолта 1998 г., что «в среднесрочной перспективе неизбежно сохранится крайняя волатильность российского фондового рынка, его высокая уязвимость к спекулятивным потокам «горячих денег», возникающая на рынке РТС и на рынках депозитарных расписок в Великобритании, Германии, Австрии и США... Роль «локомотива» в курсовой динамике, как и раньше, будут играть спекулятивные иностранные инвесторы, воздействуя на внутренний рынок акций через небольшие обороты РТС (несколько десятков миллионов долларов в день), на которые легко воздействовать»¹.

Вплоть до дефолта 1998 г. фондовый рынок по-существу не обслуживал инвестиционные нужды реальной экономики. Модель фондового рынка оказалась несовместимой с теми функциями, которые изначально присущи этому рынку, не была адекватной социально-экономическому

¹ Миркин Я. Фондовый рынок – прогнозируя будущее. Известия. 2002, 21 февраля.

развитию страны. Не случайно на Западе отмечали, что «молодой фондовый рынок России больше напоминал казино, чем место для инвестиций»¹.

Анализируя современное состояние отечественного фондового рынка, нельзя не признать, что за последние четыре года в его деятельности произошли существенные качественные изменения. Говоря о проявлениях нового качества отечественного фондового рынка, следует обратить внимание на следующие обстоятельства.

1. Сегодня уже нельзя говорить о подчиненной роли фондового рынка в экономике, он начал выполнять свои функции инвестиционного механизма и реально используется в таком качестве многими российскими предприятиями. Совокупный объем инвестиций, привлеченных российскими предприятиями на различных секторах рынка ценных бумаг, достиг в 2002 - 2003 гг. принципиально нового уровня, не сопоставимого с уровнем даже относительно благополучного 1997 года. При этом значительный объем инвестиций в 2002 г. был привлечен на внутреннем рынке (см. таблицу 1).

Привлечение инвестиции на фондовом рынке осуществляется российскими предприятиями в основном с использованием инструментов долгового финансирования и по большей части - на внешних рынках.

Таблица 1

**Объем инвестиций, привлеченных российскими предприятиями
на фондовом рынке (млрд. долл.)²**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Всего	0,1	1,8	0,2	0,5	1,6	1,5	5,6	15,9
В том числе на внутреннем рынке	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0	1,0	1,8	2,6

Для развивающегося рынка такая ситуация закономерна. История свидетельствует о том, что практически всегда предприятия начинают привлекать инвестиции на рынках облигаций, и лишь с течением времени постепенно увеличивается объем привлечения инвестиций с использованием акций. Внешние рынки для резидентов большинства стран также обладают

¹ The New-York Times. 2002. 15 Jan.

² Данные ФКЦБ России, расчеты автора.

определенными преимуществами, прежде всего рынок еврооблигаций. Преобладание долговых инструментов в структуре инструментов финансирования сохраняется и в дальнейшем: оно характерно не только для развивающихся, но и для развитых рынков. В долгосрочной перспективе роль внутреннего рынка повысится.

В современных условиях фондовый рынок для российских предприятий является крупнейшим источником долгосрочных инвестиционных ресурсов. В 2003 г. объем инвестиционных ресурсов, привлеченных российскими предприятиями на фондовом рынке, составил примерно 18% от объема инвестиций и основной капитал¹. Конечно, такое сопоставление не вполне корректно, поскольку далеко не все ресурсы, привлеченные предприятиями на фондовом рынке, направляются на финансирование инвестиций в основной капитал. Значительная их часть используется в качестве источника финансовых вложений предприятий.

Вопреки представлению о том, что спрос на институты фондового рынка в середине 1990-х годов был обусловлен возможностью использования их «как механизма консолидации пакетов акций», а после формирования этих пакетов спрос естественным образом пропал², сегодня фондовый рынок активно задействован для привлечения финансовых ресурсов с целью повышения концентрации собственности на отдельном предприятии, а также для финансирования поглощений³. Более того, высокая концентрация собственности, как показала практика последних лет, была необходимой предпосылкой выхода предприятий на рынок акций для привлечения нового капитала. В настоящее время выпуск облигаций практикуется предприятиями различным уровнем концентрации собственности.

2. Отечественный фондовый рынок обретает внутреннюю устойчивость и ему присуща низкая волатильность. Как видно из данных таблицы 2,

¹ При расчете использованы данные Госкомстата РФ об объеме инвестиций в основной капитал в 2003 г. (без учета субъектов малого предпринимательства).

² Яковлев А. Корпоративное управление, реструктуризация предприятий и мотивация собственников. – Н: Модернизация экономики России: итоги и перспективы. Кн.1. М.: ГУ-ВШЭ, 2003, с. 191.

³ Кроме собственного привлечения ресурсов для финансирования инвестиций в основной капитал.

волатильность российского рынка акций, характеризуемая коэффициентом вариации, вопреки сложившимся представлениям¹ последовательно уменьшалась с 1998 по 2002 г., причем в I квартале 2003 г. она оказалась ниже волатильности американских «голубых фишек».

Таблица 2

Коэффициенты вариации индекса РТС и промышленной средней Доу-Джонса (в %)²

Годы	Коэффициенты вариации:	
	Индекса РТС	DJIA
1996	33,42	6,14
1997	23,92	7,02
1998	62,77	5,64
1999	24,68	6,17
2000	12,34	3,34
2001	12,22	6,21
2002	9,58	9,37
2003 (январь – март)	4,01	4,34

Данные по фондовому рынку убедительно свидетельствуют о том, что изменение цен и их колебания отнюдь не столь и велики даже на протяжении года. Отчетливо видна одна тенденция: устойчивый рост цен на российские ценные бумаги. Разумеется, на любом рынке тенденции повышения или понижения периодически прерываются в связи с необходимостью фиксации результатов предыдущих торгов. Это вполне обычная практика. Колебания рынка в 2003 - 2004 гг., несомненно, прямо связаны с событиями вокруг «ЮКОСа», которые, на наш взгляд, не имеют фундаментального характера и могут рассматриваться лишь как форс-мажорные обстоятельства.

3. Современное состояние отечественного фондового рынка свидетельствует о том, что он в определенной степени становится независимым от мировых финансовых и сырьевых рынков. Это хорошо заметно на примере рынка акций. Значимая зависимость российского рынка акций от мировых цен на нефть наблюдалась в 1996 и 1998-1999 гг.

¹ Например, Я. Миркин, определяя российский рынок акций как рынок с одним из самых высоких рыночных рисков в мире (в данном случае под рыночным риском понимается именно риск волатильности), буквально в прошлом году прогнозировал его дальнейшее увеличение (см.: Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002. с. 71-73).

² Рассчитано по данным РТС, Dow Jones & Company.

(см. таблицу 3). Сегодня ситуация уже не столь однозначна. Зависимость движения российского рынка акций от движения американского рынка была очень сильной в 1997 и 1999 гг., но после 1999 г. отмечается устойчивое снижение коэффициента корреляции между индексом РТС и промышленной средней Доу-Джонса.

Таблица 3

Коэффициенты корреляции между индексом РТС и ценовыми индикаторами крупнейших мировых рынков¹

Годы	Коэффициенты корреляции:		
	Между индексом РТС и ценами на нефть	Между индексом РТС и промышленной средней Доу-Джонса (DJIA)	
		Без лага между рядами	Лаг 1 день (РТС позже DJIA)
1995 (сентябрь-декабрь)	-0,034	-0,430	-0,396
1996	0,664	0,647	0,653
1997	-0,354	0,842	0,856
1998	0,674	0,011	0,007
1999	0,659	0,849	0,846
2000	0,007	0,346	0,332
2001	-0,438	-0,101	-0,099
2002	0,576	-0,052	-0,038
2003 (январь-март)	0,385	-0,500	-0,544

Результаты корреляционного анализа свидетельствуют о кардинальном изменении характера этой зависимости в последние годы². Другие методы оценки (например, регрессионный и кластерный анализ) также в той или иной форме демонстрируют качественное изменение уровня зависимости российского рынка от зарубежных либо, по крайней мере, постепенно перестают ее фиксировать.

Несомненно, мы не утверждаем, что российский фондовый рынок способен полностью игнорировать сигналы, поступающие с крупнейшего фондового рынка - американского. Подобное в принципе невозможно, особенно в условиях глобализации мировых финансов. Однако зависимость

¹ Рассчитано по данным РТС, Dow Jones & Company.

² К аналогичному выводу пришел В. Евстигнеев, рассматривающий отечественный фондовый рынок с точки зрения портфельных инвесторов: "Российский фондовый рынок с течением времени нормализуется и эмансипируется от мирового, в первую очередь американского, финансового рынка" (Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002, с. 290).

от крупнейших фондовых рынков проявляется, по-видимому, в значительно более сложных формах¹, в то время как в случае относительно простых форм становится менее тесной. Прямое следствие этого – повышение иммунитета к кризисным явлениям на зарубежных рынках, о чем свидетельствует значительный рост индексов российского рынка на фоне снижения большинства показателей зарубежных финансовых рынков.

Россия является одной из немногих стран, фондовый рынок которой достаточно спокойно переживает нынешние катаклизмы в мировой экономике. В то время как на ведущих торговых площадках мира господствует преимущественно тенденция к падению котировок акций и царят настроения общей неопределенности, российский фондовый рынок выглядит достаточно стабильным. Так, индекс РТС, который является одним из основных показателей динамики цен на российские акции, к марту 2004 г. повысился почти до 700 пунктов.

4. Отечественный инвестор стал основным инвестором. Вторичный рынок российских корпоративных ценных бумаг концентрируется на российских фондовых биржах. Более того, наши инвесторы активно участвуют в покупке еврооблигаций, размещаемых российскими предприятиями². На внутреннем рынке акций стали доминировать мелкие частные инвесторы, то есть население³. Его средства используются также большинством институциональных инвесторов при совершении операций с акциями и корпоративными облигациями.

В результате повышения доли внутреннего инвестора на рынке ценных бумаг биржевые обороты стали перераспределяться в пользу российских

¹ Обоснование этого тезиса (в частности, сложных форм зависимости российского фондового рынка от американского) представлено в работе: Евстигнеев В. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии, М.: Эдиториал УРСС, 2002, с. 243-295.

² Согласно оценкам андеррайтеров, от 50 млн. до 250 млн. долл. в отдельных выпусках российских корпоративных еврооблигаций раскупаются российскими инвесторами.

³ По оценке Бюро экономического анализа, в 2002 г. объем сделок с акциями на ММВБ, совершенных за счет средств населения, составил 14 млрд. долл. (Состояние финансовых рынков России в 2002 г. и перспективы их развития в 2003 г. БЭА. Информационно-аналитический бюллетень, 2003, № 37, с. 33). Следует заметить, что на основании тех цифр, которые приведены в данном бюллетене, минимальная оценка оборотов с акциями, совершенных за счет средств населения, должна составить не 14 млрд., а 17 млрд. долл. Это почти 1/3 всего оборота акции па российских фондовых биржах.

бирж. Доля зарубежных сделок (оффшорных операций) с российскими акциями в 1999-2001 гг. резко снизилась - с 84% в 1998 г. до одного из самых низких среди развивающихся рынков уровня 44-52% в 2001-2003 гг.¹

5. Отечественный фондовый рынок сегодня обладает достаточной емкостью, рынок акций стал одним из крупнейших среди развивающихся рынков. Появление внутреннего инвестора также благотворно повлияло на емкость российского фондового рынка. Вопреки сложившимся представлениям² на самом деле с 1998 г. показатели емкости российского рынка акций росли опережающими темпами по сравнению со всеми макроэкономическими показателями. В результате, значительно возросло соотношение капитализации и валового внутреннего продукта, составившее в 2002 г. 33,3%, что выше, чем в Китае, Бразилии, Мексике, не говоря уже о Чехии, Венгрии, Польше, Аргентине и т.д.³

Объем торговли акциями и корпоративными облигациями демонстрирует еще более высокие темпы роста. В 2002 г. биржевые обороты российских акций на отечественных биржах выросли на 48% по сравнению с 2001 г. и на 79% по сравнению с 2000 г. в долларовом выражении (по сравнению с 1997 г. прирост более значителен - 134%)⁴. Еще быстрее (за счет более низкой базы) увеличивались объемы биржевой торговли корпоративными облигациями и срочных (фьючерсных и опционных) сделок с ценными бумагами⁵.

К концу 2003 г. капитализация российского фондового рынка составила около 300 млрд. долл. По этому показателю Россия обогнала

¹ Рассчитано по данным ММВБ, РТС, NYSE, London Stock Exchange, Deutsche Borsc.

² См., например: Григорьев Л., Гурвич Е., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России, с. 118. Заметим, что эта работа - одна из первых попыток представить фондовый рынок как часть общенациональной экономической системы.

³ Расчеты проведены с использованием данных Всемирного банка о ВВП стран и данных Всемирной федерации бирж о капитализации стран. Расчеты по России осуществлены на основе данных ФКЦБ России и Госкомстата РФ.

⁴ Рассчитано по данным ФКЦБ России, перепроверено по данным ММВБ, РТС, Фондовой биржи «Санкт-Петербург», МФБ.

⁵ Но благодаря более высоким темпам роста объем сделок с корпоративными облигациями в 2002 г. составил уже 5% совокупного вторичного биржевого оборота внутреннего фондового рынка, а объем срочных сделок - 7%. Если же учесть первичный рынок корпоративных облигаций, то в этом случае на корпоративные облигации пришлось 8% (рассчитано по данным ФКЦБ России).

большинство развивающихся рынков и многие европейские, например, Финляндию почти в два раза. Доля фондового рынка в ВВП возросла до 43-45%, сравнявшись с уровнем такой развитой страны, как Германия¹.

Отечественный фондовый рынок расширяется. В начале 2003 г. некомпания с низкой капитализацией приходилась уже четверть рынка. Между тем еще год назад высоколиквидные ценные бумаги занимали на нем менее 90%. Инвесторы получают в руки дополнительные инструменты, более широко диверсифицированные по отраслям, чем компании первого эшелона.

6. Отечественный фондовый рынок, как механизм привлечения инвестиций, стал доступным для многих российских компаний различных отраслей и регионов, он более эффективен по сравнению с банковским кредитованием. В отличие от внешних рынков, например, еврооблигационного, формирующийся внутренний облигационный рынок в России характеризуется существенно меньшими барьерами для входа. Поэтому воспользоваться возможностями привлечения инвестиций на отечественном рынке корпоративных облигаций сегодня может любое российское предприятие вне зависимости от отраслевой и региональной принадлежности².

В настоящее время рынок корпоративных облигаций позволяет предприятиям привлекать более дешевые и более "длинные" ресурсы, чем кредитный. Постепенно намечается отказ от системы оферт - одного из основных факторов развития этого рынка в 1999-2001 гг. Для многих предприятий объем привлечения средств за счет выпуска корпоративных облигаций превышает возможные объемы банковских кредитов. По состоянию на конец 2003 г. стоимость корпоративных облигаций в обращении составила почти 56 % объема рублевых кредитов предприятиям, выданных на срок более 1 года³.

¹ См. Экономический рост и фондовый рынок. М.: Наука, 2004, т. 2, с. 97.

² Подробнее о результатах анализа отраслевой и региональной структур эмитентов корпоративных облигаций см.: Данилов Ю. Из бутика в универсам. Корпоративные облигации становятся доступнее. - Финансовый аналитик, 2003, № 2, с. 34-37.

³ По данным ФКЦБ России.

Увеличивается число попыток российских эмитентов выйти на рынок рублевых корпоративных облигаций. Прежде всего, началось размещение облигаций ЛУКОЙЛа. Этому событию было придано огромное значение как новому этапу развития российского фондового рынка. Затем последовало размещение облигаций «Газпрома» и других компаний. По различным оценкам, в ближайшее время в число потенциальных эмитентов могут влиться еще десятки компаний.

7. Российский фондовый рынок все больше начинает восприниматься как часть мирового фондового рынка. Повышается интерес иностранных инвесторов к российским ценным бумагам. Некоторые западные фонды на фоне экономического кризиса в ряде стран решили перераспределить портфели акций компаний развивающихся рынков.

Принимая во внимание значительный рост российского финансового рынка по итогам последних лет, некоторые из них начали увеличивать свою долю российских акций.

С начала 2002 г. на российском фондовом рынке растет количество заказов от американских и европейских инвестиционных фондов на покупку российских акции и еврооблигации. При этом важно отметить, что иностранные фонды вкладывают деньги не только в высоколиквидные ценные бумаги («голубые фишки»), но и в акции компаний второго эшелона. Благодаря этому заметно увеличивается количество эмитентов, сделки с акциями которых заключаются на организованном фондовом рынке. Так, в широкий оборот вовлечены до последнего времени малоликвидные акции достаточно крупных нефтегазовых («ТНК», «ОНАКО», «СИДАНКО»), машиностроительных («КамАЗ», «УАЗ») компаний, предприятий черной металлургии («Мечел»), химической промышленности («Тольяттинский азот», «Уфаорг-синтез»).

Среди приоритетов оказались акции не только энергетических, но и телекоммуникационных компаний, среди которых следует выделить компании Урала, которые входят в объединение «Урал-телеком».

Анализ показывает, что скупку акций телекомов ведут те западные фонды и компании, которые уже имеют в них какие-то доли. Привлекательность российской телекоммуникационной отрасли объясняется не только ожиданием роста курса акций и хороших дивидендов, но и перспективами роста самих телекомов в связи с большим спросом на телефонную связь по всей России. Оптимистические аналитические прогнозы подкрепляются растущим спросом на доступ в Интернет, который имеют только телекоммуникационные компании.

Отечественный фондовый рынок начал приобретать новое качество благодаря преодолению основных ограничений, которые были связаны с деятельностью его главных фигурантов: эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка (посредников). Мы согласны с Ю. Даниловым, что каждой их группе на различных этапах развития фондового рынка были свойственны определенные ограничения. При этом наиболее жесткое из них, присущее одной из групп фигурантов рынка, на какой-то период становилось основным ограничением развития фондового рынка в целом. Его преодоление давало импульс очередному качественному изменению рынка¹. Последовательность (условная) преодоления основных ограничений развития фондового рынка представлена в таблице 4.

Таблица 4

Последовательность преодоления основных ограничений развития фондового рынка

Годы	Сторона рынка, которой было свойственно наиболее жесткое ограничение	С чем было связано наиболее жесткое ограничение
1998-2000	Профессиональные участники рынка ценных бумаг, в том числе инфраструктурные институты	С неэффективностью технологий и инфраструктуры; ненадежностью посредников
2000-2001	Инвесторы	С недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на рынок
2001-2002	Эмитенты	С отсутствием интереса к рынку и соответственно с нерыночным поведением эмитентов

¹ Данилов Ю. Новая роль фондового рынка России // Вопросы экономики. – 2003. – № 7, с. 51.

В 1998 – 2000 гг. были в значительной мере преодолены ограничения, которые были связаны с низкой эффективностью деятельности посредников, институтов фондового рынка.

Кризис 1998 г. сильно ударил по профессиональному сообществу фондового рынка и его инфраструктуре. Однако, как и любой кризис, он способствовал отбраковыванию неэффективных технологий, вытеснению слабых участников рынка, повышению эффективности организации инфраструктурных систем. Уже к концу 2000 г. значительно возросла капитализация операторов рынка, у них сформировалась устойчивая клиентская база, было отработано взаимодействие между брокерами и клиентами, с одной стороны, и брокерами и торговыми системами - с другой. В результате внедрения интернет-технологий произошли революционные изменения в технологиях взаимодействия по каналу «биржа - брокер – клиент». Были созданы принципиально новые, на порядок более дешевые, каналы выхода мелких инвесторов на рынок посредством внедрения брокерских интернет-систем и биржевых интернет-шлюзов.

Биржевые обороты начали концентрироваться на ведущих фондовых биржах. В итоге повысилась ликвидность организованного рынка, сократились удельные издержки торговых систем, кардинально повысилась их надежность. Появилось много депозитарных компаний, обеспечивших создание широкой депозитарной сети, доступ к которой стал возможен практически для всех внутренних и иностранных инвесторов. Количество регистраторов, напротив, уменьшилось, что обеспечило существенное снижение риска регистратора. В процессах биржевой концентрации, концентрации регистраторской деятельности и формирования общенациональной депозитарной сети особое значение имела политика ФКЦБ России, стимулировавшая эти изменения, которые привели к кардинальному повышению эффективности инфраструктуры фондового рынка.

В результате уровень рисков на фондовом рынке, порождаемых деятельностью операторов рынка и его инфраструктуры, значительно уменьшился. Наряду с этим существенно снизились барьеры доступа на рынок - как собственно уровень издержек (вознаграждение брокеров, оплата услуг инфраструктурных институтов, стоимость доступа), так и связанные с региональным размещением инвесторов, величиной располагаемого капитала и т.д. Возникли необходимые предпосылки для увеличения объема финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок.

В 2000-2001 г.г. в основном было преодолено ограничение, которое было связано с инвесторами, с недостаточностью финансовых ресурсов, поступающих на фондовый рынок (по крайней мере, относительно другого ограничения, связанного с потребностями эмитентов в инвестициях). В настоящее время объем ресурсов, которыми располагают основные группы внутренних инвесторов, достаточен для среднесрочного развития фондового рынка.

Направлению средств внутренних инвесторов на фондовый рынок в значительной степени способствовало преодоление налоговой дискриминации инвестиций в негосударственные ценные бумаги. В отдельные промежутки времени налоговая система даже стимулировала инвестирование населением средств в ценные бумаги (это связано с проводившимся в Москве экспериментом по минимизации подоходного налога на доходы, получаемые от операций с ценными бумагами). Но основным фактором стало повышение уровня доходов населения, что в условиях кардинального снижения барьеров доступа инвесторов (в первую очередь именно мелких) на фондовый рынок обеспечило резкое увеличение объема средств, поступающих на него.

В 2001-2002 гг. начали преодолеваются ограничения, связанные с поведением эмитентов, с отсутствием у них интереса к фондовому рынку. Это было обусловлено следующими обстоятельствами:

- сокращением собственных средств предприятий и холдингов

как основного ресурса инвестиционной деятельности;

- переориентацией ряда крупных компаний с цели управления финансовыми потоками на цели максимизации капитализации (либо иные цели долгосрочного развития, связанные с необходимостью выхода на финансовые рынки);

- снижением барьеров для входа на фондовый рынок для реципиентов инвестиций.

Посткризисный период характеризовался ростом собственных средств предприятий, которые могли быть использованы для финансирования инвестиционных проектов. В 1999-2000 гг. их объемы, а также привлеченные средства банков и предприятий, входящих в ту же финансово-промышленную группу, позволяли решать эти задачи. В 2001-2002 гг. начали действовать новые факторы, в результате чего собственные средства (включая средства финансово-промышленной группы) оказались недостаточными для финансирования развития бизнеса. К этим факторам следует отнести:

- выделение среди массы предприятий тех, которые развивались более интенсивно и соответственно ставили более амбициозные цели развития - не только восстановление докризисного уровня производства и его повышение до показателей нормальной загруженности оборудования, но и создание (либо покупка) новых производств, техническая и технологическая модернизация и т.д.;

- снижение рентабельности производства, в результате чего уменьшились возможности финансирования инвестиций за счет прибыли;

- появление интереса к осуществлению финансовых вложений в форме поглощений предприятий, что привело к увеличению спроса на инвестиционные ресурсы.

В результате ряда динамично развивающихся предприятий сформировался интерес к фондовому рынку как потенциальному источнику долгосрочных инвестиций. Одновременно с завершением процесса

концентрации собственности у владельцев некоторых крупнейших компаний изменились целевые ориентиры. В частности, как было отмечено выше, цель получения доходов от управления финансовыми потоками, вывода активов и т.д. сменилась целью максимизации капитализации. В условиях концентрированной собственности вывод активов стал практически не нужен, а из-за увеличившихся затрат на получение "теневых" доходов ("большие деньги всегда труднее прятать", как сказал один из российских олигархов) оказалась возможной переориентация на получение официальных доходов.

Повышению интереса российских предприятий к рынку ценных бумаг способствовало и снижение транзакционных издержек, связанных с выходом на него (снижение барьеров для входа на фондовый рынок для реципиентов). Оно было обусловлено уменьшением стоимости заимствования (то есть процентной ставки) на рынках долгового финансирования, снижением налогообложения доходов, полученных от эмиссии ценных бумаг, также ставок вознаграждения за услуги финансового консультанта и андеррайтера.

В результате многие российские предприятия обратились к фондовому рынку как значимому источнику финансовых ресурсов, начали играть по его правилам. Для этого потребовалось кардинально изменить методы своего корпоративного управления, что и было сделано. Одним из наиболее ярких проявлений такого подхода стало, в частности, изменение дивидендной политики российских предприятий.

Следует отметить также увеличение в структуре национальной капитализации доли котировальных листов А1, которая по состоянию на 30 апреля 2003 г. превысила 49%¹. Как известно, в котировальный лист А1 могут быть допущены только компании, полностью выполняющие требования Кодекса корпоративного поведения. В 2003г. почти половина (по капитализации) российских компаний, имеющих биржевые рыночные котировки, соответствовала международным стандартам корпоративного

¹ Рассчитано по данным РТС.

управления. Еще два года назад в России таких компаний практически не было (за исключением 4-5), как не было и самого Кодекса корпоративного поведения.

Преодоление рассмотренных ограничений привело к улучшению основных характеристик отечественного фондового рынка (емкость, ликвидность, устойчивость и т.д.). В результате качественно изменилась и его роль в экономике. Он начал выполнять свои макроэкономические функции и в первую очередь в части трансформации сбережений в инвестиции.

1.3. Тенденции развития отечественного фондового рынка

Несмотря на все достижения в развитии отечественного фондового рынка, которые были рассмотрены нами выше, ему присущи существенные недостатки, негативные тенденции и явления.

По-прежнему существует значительный барьер между рынком и реальным сектором. Фондовый рынок России лишь в незначительной мере выполняет свои прямые функции – привлечения, мобилизации и перераспределения инвестиционных ресурсов. В рыночной экономике предприятия (фирмы, корпорации) существуют несколько способов мобилизации ресурсов для своего развития – внутренние источники, банковские кредиты и мобилизация ресурсов с фондового рынка (в форме выпуска облигаций, или форме первичного размещения собственных акций).

В настоящее время лишь около сотни российских открытых акционерных обществ (0,2% всех ОАО) и менее 10 закрытых АО активно работают по мобилизации ресурсов с фондового рынка. При этом следует отметить, что в структуре источников финансирования инвестиционных программ практически всех этих компаний на инструменты фондового рынка приходится наибольшая доля привлеченных ресурсов (как правило, существенно больше, чем на банковские кредиты и бюджетные средства).

Более того, даже по сравнению с собственными источниками финансирования инвестиционных программ инструменты фондового рынка уступают амортизационным отчислениям, значительно превосходя прибыль.

Что же касается остальных АО, то они не задействуют такие возможности. И в этом плане следует говорить о мотивах в поведении менеджеров и мажоритарных собственников, которые связаны с господством нерыночных форм присвоения корпоративных доходов. Следовательно, говорить о создании модели эффективного фондового рынка пока не приходится.

В связи с этим определенный интерес представляют результаты опроса, проведенного Ассоциацией менеджеров в период с 5 по 17 ноября 2003 г. среди 197 топ-менеджеров и руководителей ведущих российских компаний. Согласно этому опросу, 69% участников не считают, что фондовый рынок каким-то образом влияет на основные экономические тенденции. Это неслучайно, поскольку для большинства менеджеров в качестве приоритетных источников получения инвестиций выступают банки и прямые инвестиции (с незначительным отрывом от банков). Фондовый рынок выступает как третий источник, причем со значительным отставанием от первых двух. Правда, при этом 31% опрошенных считают, что фондовый рынок адекватно отражает основные тенденции развития экономики.

Результаты опроса подтверждают реальную ситуацию на рынке. Поданным Министерства экономического развития и торговли, на 1 июля 2003 г. в структуре источников инвестиций в основной капитал преобладали собственные (46,5%) и бюджетные средства (18,4%). Кредиты банков составляли 4,8%, а корпоративные обязательства и эмиссия акций вместе — 0,5%.

Недостатком российского фондового рынка также является отраслевая привязка к предприятиям нефтегазового сектора и недостаток финансовых инструментов. Большая часть эмитентов, на основании которых рассчитывается индекс РТС-Интерфакс, представлена предприятиями

нефтяного сектора (до 65%), где на акции ЮКОСа приходится 25% индекса. Доля же этих предприятий в ВВП значительно скромнее. Такой перевес сохраняется достаточно давно и по-существу не меняется. Столь узкая отраслевая привязанность индекса приводит к тому, что индекс РТС-Интерфакс сильно зависит от динамики мировых цен на нефть. События вокруг ЮКОСа показали опасность привязки индекса к одному эмитенту. Малое количество ликвидных бумаг, как известно, создает большие возможности для манипулирования рынком. Что же касается новых ликвидных бумаг на рынке долевых инструментов, то их количество не увеличивается.

Количество акций, находящихся в свободном обращении, у большинства российских компаний невелико, поскольку контрольные пакеты акций принадлежат государству («Газпром», РАО ЕЭС, «Сбербанк»), менеджменту («ЮКОС», «Сибнефть», «Сургутнефтегаз», ГК «Норильский никель») или полугосударственным холдингам («Ростелеком», «Мосэнерго»).

Более того, в последнее время происходит сокращение free float, т.е. акций, находящихся в свободном обращении. По данным экспертов Альфа-банка, на конец мая 2003 г. менеджмент контролировал 31,5% акций, близкие к менеджменту лица - 14,3%, у стратегических инвесторов было 11,6%, у государства — 13,6%, а в свободном обращении оставалось 27,7% акций. Концентрация контрольных пакетов в руках инсайдеров приводит к дальнейшему сужению инструментальной базы российского фондового рынка, к сокращению возможностей для инвесторов, расширению поля для манипулирования ценами. Ведомства, по идее отвечающие за вывод новых эмитентов на рынок, мало чего сделали в этом направлении.

Причин сложившегося отношения эмитентов к фондовому рынку следует искать не только в том, что все развивающиеся рынки первоначально носят долговой характер, но и в характере сложившейся структуры собственности. Последняя в России характеризуется как инсайдерская, со

значительной долей крупных пакетов в руках у мажоритарных собственников (выше уже приводились данные Альфа-банка). Такая структура не стимулирует выхода эмитента на рынок долевого финансирования в отличие от англо-американской модели, где собственность распылена среди множества миноритарных акционеров, возможна угроза враждебного поглощения и перехвата управления. В такой модели именно фондовый рынок выступает главным инструментом перехода акционерной собственности к эффективному собственнику. Кроме того, переход к долевого финансированию связан для эмитентов не только с опасностью утраты контроля над предприятием, но и ростом издержек, связанных с необходимостью затрат на раскрытие информации об эмитенте и поддержанию курса его бумаг на организованном рынке.

На наш взгляд, следует выделить две наиболее существенные причины негативного отношения российских корпораций к инструментам российского фондового рынка. Первая причина связана с высокими издержками эмитента по выходу на этот рынок. Это и налог на операции с ценными бумагами (который снижен с 0,8 до 0,2% от суммы эмиссии, но не более 100000 руб.), и дополнительные издержки, связанные с оплатой услуг финансовых консультантов и раскрытием информации об эмитенте. Институт финансовых консультантов, введенный ФКЦБ согласно закону о рынке ценных бумаг в новой редакции вроде бы для благородной цели — повысить прозрачность эмитентов, на самом деле привел к монополизации рынка в руках отдельных профессиональных участников и резко повысил стоимость издержек для выхода российской корпорации на рынок. К сожалению, то же самое можно сказать и о системе раскрытия информации, которая была утверждена ФКЦБ. С одной стороны, эта система расширила возможности инвесторов по получению достоверной и правдивой информации. А с другой стороны, она привела к росту этих издержек для эмитента.

Второй и, наверное, не менее существенной причиной негатива эмитентов к российскому рынку является его узость, недостаточность

инвестиционных ресурсов внутри страны и сложившая модель фондового рынка. Это приводит к тому, что российский рынок акций перемещается в виде рынка АДР на зарубежные фондовые рынки. Большая доля внешнего рынка в определении ценообразования несет большие опасности. Внутренний рынок становится зависимым от динамики мирового рынка и от настроений иностранных инвесторов. ФКЦБ приняла в этом году постановление, ограничивающее долю АДР в общей структуре акционерного капитала, но пока сложно говорить, приведет ли это к сокращению доли внешнего рынка.

Можно привести и цифры по корпоративным обязательствам. Так корпоративные еврооблигации, номинированные в иностранной валюте, составляли 9,4 млрд. долл., а внутренние корпоративные облигации – только 5,2 млрд. долл. (по данным ФКЦБ на 20 октября 2003 г.). Столь резкое превышение доли внешних заимствований представляет серьезную опасность для макроэкономической ситуации в России. Конечно, на фоне растущих золотовалютных резервов, стабильно высоких цен на нефть, снижающегося курса доллара растущие внешние корпоративные заимствования не кажутся угрозой. А между тем достаточно вспомнить опыт валютного кризиса в Южной Корее, где причиной потрясений на валютном рынке выступила как раз растущая задолженность корпоративного сектора в иностранной валюте.

Особенностью складывающейся модели российского фондового рынка является ее преимущественно долговой характер. Основные ресурсы предприятия (фирмы, корпорации) черпают в виде банковских кредитов или в виде корпоративных заимствований. Доля IPO ничтожно мала по сравнению с европейским, американским и японским фондовыми рынками. Так, только в первой половине 2003 г. объем мировых IPO составил 6,3 млрд. долл. (причем это минимальный показатель с 1979 г.). В 2002 г. объем первичных размещений акций составил в США 12,4 млрд., а в Европе – 6,9 млрд. дол. В России было проведено всего два IPO (первичных

публичных размещений акций) – РБК «Информационные системы» и «Аптечная сеть 36,6». В Японии же, например, несмотря на стагнацию экономики и спад на фондовом рынке, за год – с мая 2002 г. по май 2003 г., – по данным HSBC и IPOhome.com, прошло 121 IPO. На иностранном фондовом рынке, несмотря на значительное число выпуска еврооблигаций, только три российских эмитента (МТС, Вымпелком и Вимм-Билль-Данн) осуществили первичное размещение своих акций на американском фондовом рынке. При этом характерно, что на российском фондовом рынке их акции неликвидны. Это говорит о том, что первичное размещение акций пока не рассматривается эмитентами как реальный источник привлечения инвестиций.

Недостатком российского фондового рынка остается наличие на нем узкого круга финансовых инструментов. Выше уже отмечалось малое количество акций, обращающихся на организованных рынках. Здесь следует отметить отсутствие ипотечных бумаг, слабую развитость рынка субфедеральных заимствований и неразвитость срочного рынка, стагнацию на рынке государственных ценных бумаг. Столь значительный рост российского фондового рынка связан не в последнюю очередь именно с тем, что резко возросшая рублевая ликвидность внутри страны в связи с взрывным ростом золотовалютных резервов не может быть адекватно поглощена узким финансовым сектором. Именно здесь следует искать причины и колоссального подъема цен на рынке недвижимости, который просто поглощает невостребованные фондовым рынком ресурсы.

При этом российский фондовый рынок пока не стал рынком, привлекающим инвестиции большого числа частных инвесторов. По данным Министерства экономического развития и торговли, участниками российского фондового рынка в России является 0,1% населения, в Южной Корее — 8,3%, в Японии — 26,6%, Австралии — 36,5%, в США — 48,2% домохозяйств.

В Российской Федерации по-прежнему сохраняется высокий уровень барьеров доступа мелких инвесторов на фондовый рынок. Это связано с недостаточностью развития индустрии коллективных инвестиций. Как известно, институты коллективных инвестиций традиционно считаются наиболее привлекательными для мелких инвесторов, которые не могут эффективно участвовать в инвестиционных процессах напрямую, как по причине недостаточности средств, так и в силу своей недостаточной компетентности. Коллективные инвестиции являются эффективным механизмом сокращения риска мелких частных инвестиций, предоставляя доступ к информации (т.е. преодолевая информационную асимметрию), профессиональному управлению активами, а также возможности по диверсификации портфеля ценных бумаг.

Не получили должного развития инвестиционные займы субъектов Российской Федерации и корпоративные облигационные займы, эмитируемые под конкретные инвестиционные проекты, имеющие четкое целевое назначение. А ведь они и являются инструментом привлечения дополнительных инвестиционных ресурсов, в том числе средств малых инвесторов и населения.

Сегодня мы отчетливо наблюдаем отсутствие на фондовом рынке специализированных технологий для широкого вовлечения в финансовый оборот значительных денежных средств, которые находятся на руках населения. А между тем современное состояние программно-технических и телекоммуникационных средств допускает возможность разработки подобных биржевых технологий. Создание такого рода технологий и соответствующих инфраструктурных объектов рынка, обеспечивающих широкий доступ малых инвесторов и населения к операциям с ценными бумагами, позволит повысить ликвидность рынка ценных бумаг, что в конечном счете обеспечит как удешевление для эмитентов заимствований финансовых ресурсов, так и повышение привлекательности ценных бумаг для потенциальных инвесторов.

На развитии отечественного фондового рынка отрицательно сказывается неподготовленность предприятий и организаций к работе с акционерами. В западной практике до выхода на рынок ценных бумаг для привлечения инвестиционных ресурсов компания обычно развивается за счет собственных ресурсов либо банковских кредитов. Иными словами, на фондовый рынок выходит участник, который уже привлекал заемные средства и умеет работать с инвесторами. В России же в ходе масштабной приватизации произошло все наоборот – эмитентами стали компании, которые не имели ни малейшего понятия о работе с внешними инвесторами и заемными средствами. Фондовый рынок им был нужен для передела собственности, а не для привлечения инвестиционных средств. Отсюда нарушения прав акционеров, манипуляции с реестром, сокрытие прибыли, мизерные дивиденды и, как следствие, исчезновение интереса мелких инвесторов практически к любым видам акций.

На отечественном фондовом рынке по-прежнему сохраняется очень острое противоречие в интересах владельцев контролирующих пакетов акций предприятий и миноритарных акционеров.

Как известно в развитых странах мира крупная корпоративная собственность, представляющая собой основные производительные мощности общества, как правило, разделена на относительно мелкие доли. Это фактически препятствует получению абсолютного контроля на компанией одному акционеру или небольшой группе. Господство мелких собственников является также дополнительной гарантией того, что действия руководства компании, выбранного общим собранием акционеров, не будут отражать интересов отдельных акционеров и не пойдут в ущерб всей компании или других совладельцев.

Обратная картина наблюдается в России. В сформировавшемся за последние пять – семь лет отечественном корпоративном секторе господствуют крупные собственники, в первую очередь менеджеры.

Акционеры, в том числе зарубежные, в первую очередь заинтересованы в том, чтобы средства, вложенные в российские предприятия, оставались и работали в России, а не оседали у кого-то на счетах оффшорных фирм. Между тем до сих пор имеют место случаи, когда российские менеджеры, имея всего 10% акций, фактически не допускают акционеров к управлению и тем более к контролю деятельности предприятия.

Мы полностью солидарны с мнением авторов монографии «Фондовые рынки США и России: становление и регулирование» совершенно справедливо подчеркивают, что «рынок ценных бумаг – это рынок доверия. Честность и открытость посредников и эмитентов, на которых базируется доверие, являются самыми большими ценностями на этом рынке. Он быстро растет и успешно развивается только тогда, когда участникам видны их перспективы»¹.

Сегодня можно привести огромное множество примеров нарушения прав инвесторов. Особенно это проявляется в компаниях, где контрольный пакет акций принадлежит одной из финансово-промышленных групп. Портфельные инвесторы, среди которых много иностранных, теряют возможность влиять на решения и получать информацию по основным вопросам деятельности компаний и вытесняются из них.

По-прежнему до сих пор имеет место тенденция, связанная с процессом слияния функций менеджеров и аутсайдеров в российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся и акционерами в корпорации, аутсайдеры по мере консолидации консолидации контроля начинают функционировать в качестве менеджеров.

Все более широкое распространение на приватизированных предприятиях, которые попали под контроль одного или нескольких владельцев, получает стиль управления, характерный для руководителей-временщиков. Их усилия направлены на обеспечение максимальной и

¹ Галкин И.В., Комаров А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – С.3.

мгновенной прибыли от эксплуатации приватизированного имущества. При этом интересы и нужды самого производства зачастую просто игнорируются.

Имеют место такие рецидивы, когда производство останавливались, и предприятиям наносился непоправимый ущерб. Они практически ликвидировались, так как основные и оборотные фонды новообразовавшихся АО выгоднее было использовать не по основному назначению, или новый владелец был заинтересован в остановке предприятия как нежелательного конкурента, или производилось присоединение купленного предприятия к отраслевому холдингу с передачей его активов другим организационным структурам, или оборудование распродавалось по частям (яркий пример – продажа Красноярской ГРЭС, входившей в «Красноярск-энерго», в собственность частного алюминиевого холдинга). В условиях, когда имущество большинства российских предприятий сильно изношено и нуждается в обновлении и модернизации, такие методы хозяйствования только усугубляют процесс сокращения работающих производственных мощностей и спад производства.

Факты негативной деятельности подобного рода собственников достаточно известны, и набор их стандартен:

- стремление обеспечивать контроль только финансовых потоков и экспортных операций;
- необоснованное раздробление компаний;
- распродажа или сдача в аренду активов в ущерб интересам всех акционеров;
- отношение к своему пакету акций как к объекту спекуляций;
- использование пакета как залога под кредиты.

Этот перечень может быть продолжен. Но в целом он позволяет сделать выводы о наличии в России аморфной, непрозрачной системы корпоративного контроля или его отсутствии. Данные положения обуславливают отсутствие ответственности за состояние дел в компании и невозможность контроля за лицами, несущими эту ответственность. В

конечном счете, это оборачивается отсутствием реальных инвесторов, разложением, падением и умиранием компании.

Неправомерное использование собственности для личного обогащения контролирующими ее лицами в ущерб интересам владельцев мелких пакетов акций и зачастую самого предприятия является одной из основных проблем в управлении корпоративным сектором в России. В сложившихся условиях акция фактически не предоставляет права на часть бизнеса или имущества, не дает возможности выразить недоверие менеджменту или повлиять на принятие принципиальных решений о судьбе предприятия. Акция становится ненужной бумажкой и простой формальностью. Если действия реальных владельцев предприятия и его руководства направлены на удовлетворение собственных материальных целей в ущерб компании и рядовым акционерам, то последние не имеют эффективных законодательных рычагов изменить ситуацию. Все решает собрание акционеров, которое контролируется крупным акционером. Как следствие, акция не является условием участия в бизнесе и теряет свою инвестиционную стоимость. Найти потенциальных инвесторов на такие активы весьма непросто.

Продолжается нарушение корпоративного законодательства, в том числе в рамках процедурных приемов. Так, акционеры не уведомляются вообще либо уведомляются не в установленный срок о собраниях акционеров о существенных вопросах повестки дня собрания. Нередко советы директоров не переизбираются на общем собрании, как этого требует законодательство. Слишком много имеют место случаи, когда внешние инвесторы под различными предлогами не допускаются в советы директоров. Также под разными предлогами оказывается противодействие независимому аудиту финансовой деятельности компаний.

К нарушениям акционеров следует отнести и широко распространенные действия менеджеров по бесконтрольной перекачке активов АО в свои личные компании и на свои счета в России и за рубежом, а в лучшем случае - установление себе за пределами высоких окладов.

Причиной такой активности является прежде всего неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля, которая и стимулирует менеджмент к подготовке к «отъезду».

Большинство мошеннических действий проводится за рубежом. Сейчас практически вокруг каждого крупного предприятия создается целый ряд оффшорных фирм и фирмочек. Через последние и идут основные финансовые потоки. Так было сделано с валютной выручкой «Аэрофлота» через фирму «Андава». К этому можно добавить, что часто на счетах оффшоров оказывается и так называемая «дельта» прибыли между посредниками, которые продают сырьевые товары предприятию, и «дельта», образующаяся при реализации готовой продукции. При этом невозможно доказать аффилированность оффшорных компаний с руководством предприятия.

На развитии отечественного фондового рынка отрицательно сказываются многие нерешенные до сих пор проблемы, которые не позволяют превратить его в эффективно действующий механизм привлечения огромных масс инвестиций в реальный сектор экономики. Среди этих проблем следует особо выделить:

во-первых, отсутствие единого биржевого пространства. В настоящее время мы имеем несколько изолированных рынков, из-за чего происходит размывание ликвидности. По данным журнала «Финанс» только акции самых крупных компаний обладают приемлемой ликвидностью¹. Низкая ликвидность затрудняет доступ на рынок новых инвесторов и эмитентов. В результате мы имеем дело с высокими издержками при торговле ценными бумагами, которые препятствуют повышению капитализации отечественного фондового рынка. В результате крупные корпорации при разработке планов по привлечению финансов ориентируются на западные рынки, считая, что на отечественных биржах просто тяжело «поднять» необходимый объем

¹ См. «Финанс» 24-30 мая 2004, №20 (61), с. 18.

средств. Высокие затраты на рынке – одна из причин того, что IPO компании предпочитают проводить в Нью-Йорке, Лондоне, а не в России;

во-вторых, отсутствие инструментов борьбы с использованием инсайдерской информации. В течение длительного времени отечественный фондовый рынок является инсайдерским, на котором можно хорошо зарабатывать, получая заранее конфиденциальную информацию о длительности эмитентов или крупных инвесторов. Не случайно в России укоренилось мнение, что плох тот инвестор, которому не «сливают» инсайд. Во всем мире, как известно, ведется жесткая борьба с подобного рода нечестными способами преумножения капитала. Что же касается российского законодательства, то в нем нет ни одной нормы, которая бы устанавливала запрет на использование инсайда и определяла, как противодействовать этому;

в-третьих, бюрократизм при регистрации эмиссий, который приводит к потере оперативности в процессе подготовки к выпуску ценных бумаг. Именно поэтому имеют место случаи, когда эмитенты, приняв решение о выпуске облигаций, получают все необходимые разрешительные документы лишь через месяц – два, в то время как конъюнктура долгового рынка кардинально изменилась, и размещать этот заем становится невыгодным. То же самое происходит и с регистрацией отчетов об итогах эмиссии акций или облигаций. В результате инвесторы могут приступить к торгам на вторичном рынке лишь через несколько недель после первичного размещения, когда интерес к бумагам уже поубавился;

в-четвертых, наличие института финансовых консультантов, т.е. обязательность для эмитентов, намеревающихся выпускать свои ценные бумаги на фондовый рынок, привлекать при подготовке эмиссии финансовых консультантов. Данные организации отбирались ФКЦБ по таким специфическим требованиям, что за год выполнить их смогли только 24 организации. При этом следует заметить, что основные заказы шли к «политически правильным» финансовым консультантам, близким к высоким

чиновникам федерального уровня. К тому же необходимо иметь в виду, что сами финконсультанты, «проверяя» правильность информации, не дают инвесторам никаких гарантий по поводу того, что эмитент, скажем, не обанкротится через год. Но если гарантии и будут даны, то они ничего не значат, т.к. капитал финконсультантов намного меньше, чем долговые выпуски эмитентов;

в-пятых, отсутствие системы автоматического раскрытия информации. Как известно, осенью 2003 г. вступило в силу постановление ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами ценных бумаг», в соответствии с которым создан институт уполномоченных информантов, на сайтах которых необходимо публиковать сведения о существенных фактах в деятельности российских компаний. Такими информантами стали «Интерфакс» и АК&М. При этом важными участниками процесса раскрытия информации стали те же злополучные финконсультанты, которые призваны проверять на достоверность публикуемую информацию, а также «стучать» на своих эмитентов, если последние нарушают установленную ФКЦБ процедуру. Форма же, в которой публикуется информация, далека от идеальной. Необходимо приложить значительные усилия, чтобы разобраться в том, о чем идет речь в сверхформализованных посланиях эмитентов. Неквалифицированные акционеры вряд ли что-то поймут в этой информации, а ведь инвесторы должны иметь легкий и быстрый доступ к сведениям. К тому же многие из сведений, предоставление которых требуется от эмитентов, не являются необходимыми. Слишком большое количество запрашиваемой информации при эмиссии ценных бумаг и излишняя ее формализованность влекут практическую нереальность самостоятельной регистрации эмиссии эмитентами без привлечения сторонних организаций, специализирующихся в сфере рынка ценных бумаг, которые обеспечивают прохождение документов посредством соответствующего финансового стимулирования чиновников;

в-шестых, слабая защита прав инвесторов и акционеров, покупающих эмиссионные ценные бумаги. Все дело в том, что в российском законодательстве ответственность эмитента и организатора выпуска не прописана. Они мало за что отвечают. Если же взглянуть на практику развитых стран, то там ответственность совета директоров эмитента и организатора выпуска довольно высокая. В большинстве стран члены совета директоров отвечают вплоть до уголовной ответственности за предоставление неверной информации или сокрытие существенных фактов. В России этого нет;

в-седьмых, изъяны и противоречия в законодательстве Российской Федерации в отношении фондового рынка. Слишком много взаимоотношений на фондовом рынке регулируется не законами, а нормативными актами ФКЦБ. Комиссия сама устанавливала правила и сама требовала их исполнения.

Мы разделяем точку зрения В.В. Булатова¹, что при соответствующей институциональной организации фондового рынка, строгом государственном регулировании и контроле работы его профессиональных участников этот рынок сможет убедительно демонстрировать удобство, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики. Справедливо и то, что четко работающий фондовый рынок, несомненно, позволит российским корпорациям достаточно эффективно диверсифицировать имеющиеся у них накопления в инновации, вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, который сейчас находится у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

Пока что отечественный фондовый рынок представляет собой совершенно иной механизм. В сегменте государственных ценных бумаг заимствования осуществляются не для финансирования крупных проектов по

¹ См. Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук. – М., 2004, с. 3.

развитию производства и его инфраструктуры, которые не могут быть осуществлены частным порядком, или хотя бы долевым участием в таких проектах, а для иных целей. Региональные облигационные займы осуществляются, как правило, для покрытия дефицита региональных бюджетов. Эту же роль выполняет и сегмент муниципальных ценных бумаг. Что же касается сегмента корпоративных облигационных заимствований, то он лишь частично работает на финансирование развития производства и практически всегда в рамках эмитентов идут на пополнение оборотных средств. Вторичные эмиссии корпораций все еще крайне редки, а доля инвестиций, поступающих в реальный сектор экономики за счет этих эмиссий, составляет в общем объеме инвестиций в основной капитал доли процента. На фондовом рынке практически отсутствуют ценные бумаги, связанные с организацией принципиально новых производств, новых компаний¹.

¹ См. Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук. – М., 2004, с. 3.

ГЛАВА II. МЕХАНИЗМ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

2.1. Необходимость государственного регулирования фондового рынка

Мировая и отечественная практика доказывает, что в периоды кризисов, а также в условиях развивающихся и переходных экономик государство должно играть активную конструктивную роль в развитии финансовых рынков, и в особенности фондового рынка.

На Западе и в дореволюционной России инфраструктура фондового рынка формировалась под воздействием расширяющегося процесса акционирования. Возрастающие потребности в капитале заставляли эмитентов вести конкурентную борьбу за средства взыскательных в своем выборе инвесторов. В современной России рыночные механизмы, основанные на здоровой конкуренции, еще не укоренились, а инвестиционные потребности хотя и весьма велики, но не уравновешены возможностью получения инвесторами высоких доходов. Этот дисбаланс в системе финансирования реального сектора экономики можно устранить только путем усиления государственного контроля над целевой направленностью инвестиционных потоков.

Инвестор является ключевым звеном рыночной экономики, на его потребности ориентируется фондовый рынок. Часть финансовых потоков может проходить мимо эмитентов, часть - обходить финансовых посредников. Но ни один инвестиционный поток не может существовать без связи с инвесторами.

Инвесторы получают прибыль при помощи специального инструмента - ценных бумаг, которые независимо от названия выполняют одну и ту же функцию - распределение доходов от эксплуатации капитала. Такие доходы призваны обеспечивать будущее инвесторов гораздо надежнее, чем

накопленные деньги. Последние лишь обслуживают товарный оборот, а ценные бумаги как показатели инвестиций отражают создаваемое обществом реальное национальное богатство. Поэтому распределение прибыли на основе инвестиций в ценные бумаги экономически наиболее справедливо. Инвестор, отказываясь от немедленного товарного потребления, добровольно перераспределяет свои личные доходы в пользу дальнейшего развития производства. Поэтому доходы, на которые он рассчитывает в будущем, становятся базой для утверждения социальной справедливости в обществе.

Социальное обеспечение лиц пожилого возраста за счет доходов от ценных бумаг снижает соответствующую нагрузку на государственный бюджет. Потребность в поддержании стабильности социальных процессов побуждает государство налаживать систему контроля и регулирования фондового рынка. Таким образом, сокращение присутствия государства в части прямого финансирования социальной сферы автоматически требует увеличения его присутствия в сфере контроля над справедливым распределением корпоративных доходов.

Получаемая трудоспособным населением заработная плата распадается на два потока. Первый образуют обычные деньги, предназначенные для оплаты потребительских товаров и услуг. Второй (инвестиционный) поток поступает на фондовый рынок и превращается в капитал, накопление которого означает расширение возможностей экономики по производству товаров. История мирового развития показывает, что инвестиционный поток как важнейшее средство умножения национального богатства не может быть эффективным в отсутствие контроля и управления со стороны государства.

Необходимость сдерживания инфляции требует, чтобы в поток платежных денег поступала только та часть совокупной заработной платы, которая соответствует возможностям текущего товарного баланса. Избыточную часть зарплаты и как можно большую часть сбережений целесообразно направить в инвестиционный поток, обеспечивающий увеличение массы и качества производимых товаров и услуг. В будущем это

позволит достичь товарного баланса на более высоком уровне, что фактически означает рост богатства нации и жизненного уровня населения. Однако, это произойдет лишь при условии, что государство сможет обеспечить защиту инвестиционного потока от спекулятивного использования, которое приводит к инфляции оборотных средств товаропроизводителей.

Деньги населения не должны выводиться из оборота и накапливаться статически. В целях сохранения баланса статическое накопление платежных средств требует соответствующего накопления тех или иных товаров. Напротив, динамическое накопление средств граждан, инвестированных в реальную экономику, способствует взаимному стимулирующему росту как экономики, так и личных состояний. Если из-за слабости государственного контроля растут спекулятивные обороты на фондовом рынке, возникает фиктивное денежное накопление, не обеспеченное производительными инвестициями, нарушающее торговый баланс и стимулирующее инфляцию.

Чтобы инвестиционный поток был достаточно мощным, необходима система динамического накопления и аккумуляирования капиталов отдельных инвесторов. Такая система обслуживается множеством профессиональных финансовых посредников, образующих инфраструктуру фондового рынка. Как и всякая система обеспечения, в ходе своего развития она наталкивается на известный кибернетический парадокс, согласно которому относительно автономная обслуживающая система склонна сосредотачиваться на собственных интересах, пренебрегая главным предназначением. Используя положение «генератора денег», фондовый рынок может генерировать фиктивный капитал "из воздуха". Обычный оборот капитала в экономике представляет собой так называемое «колесо Адама Смита», в котором деньги последовательно проходят все стадии кругооборота - от заработной платы до накопления капитала у производителя. На саморегулируемом фондовом рынке постоянно возникают внутренние, укороченные денежные обороты,

происходящие главным образом между посредниками и не достигающие эмитентов.

Данная тенденция не является исключительно российской. Еще в первой половине XX в. Дж. М. Кейнс отмечал: «... По мере того, как совершенствуется организация рынка инвестиций, опасность преобладания спекуляции возрастает... Спекулянты не приносят вреда, если они остаются пузырями на поверхности ровного потока предпринимательства. Однако положение становится серьезным, когда предпринимательство превращается в пузырь в водовороте спекуляции. Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов»¹. Однако современная российская специфика (высокоразвитые фондовые технологии, импортированные с Запада, на фоне слаборазвитых рыночной культуры и деловой этики), без сомнения, затрудняет выход российского фондового рынка из спекулятивного тупика.

Преобладание спекулятивных потоков на фондовом рынке ведет к появлению возможности использовать его в целях распределения продуктов труда независимо от личного вклада путем искусственного манипулирования внутренними финансовыми потоками, смешивания фиктивного и реального капиталов. В конечном счете это влечет за собой генерацию необеспеченных денег, нарушение торгового баланса и ускорение инфляции. Пока фондовый рынок в России небольшой и практически не связан с реальной экономикой, подобный феномен малозаметен (кризисы на фондовом рынке и интервалы резкого падения производства слабо коррелируют). Но развивающаяся рыночная экономика требует расширения фондового рынка, увеличения его мощи. Если же при этом оставить организационную основу рынка прежней, то его разрушительная сила станет огромной.

¹ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента денег. В кн.: Избранные произведения. – М.: Экономика, 1993, с. 347.

Мировая практика свидетельствует о том, что полагаться исключительно на самоорганизацию рынка ценных бумаг на бурном этапе его формирования совершенно недопустимо.

Как известно, дивиденды и платежи по долговым ценным бумагам так же, как и налоги, представляют собой средство перераспределения общественной прибыли, или национального дохода. Существующие механизмы перераспределения национального дохода взаимосвязаны: увеличение одного компонента позволяет сократить другой. Постоянные неудачи в проведении налоговой реформы в течение десяти лет подводят к выводу о том, что выбираемые подходы оказались неверными. Очевидно, снижение налогового бремени должно компенсироваться увеличением доли перераспределения национального дохода за счет более либерального механизма - рынка ценных бумаг, что возможно лишь при принципиальном изменении государственной политики в данном вопросе. Как известно, по мере роста экономики перераспределение начинает играть все более значительную роль. Поэтому игнорирование передового мирового опыта в этой области автоматически ведет к дальнейшему отставанию России в межстрановой конкуренции.

Для поддержания непрерывного функционирования системы государственного регулирования фондового рынка требуются определенные бюджетные затраты. Однако в конечном счете они обеспечивают снижение диссипации ресурсов в экономической системе, что позволяет повысить эффективность национального хозяйства. Чем выше уровень развития национальной экономики, тем, с одной стороны, больше затраты на регулирование, а с другой - значительнее получаемый от регулирования совокупный экономический эффект.

Именно из-за слабости государственного контроля на российском фондовом рынке преобладают спекулятивные потоки. Надо иметь в виду, что на саморегулируемом фондовом рынке постоянно возникают внутренние, укороченные денежные обороты, происходящие главным образом между

посредниками и не достигающие эмитентов¹. Это, несомненно, отрицательно сказывается на увеличении реального национального богатства. Наличие спекулятивных потоков на фондовом рынке позволяет использовать его в целях распределения продуктов труда независимо от личного вклада путем искусственного манипулирования внутренними финансовыми потоками, смешивания фиктивного и реального капиталов. В результате это влечет за собой генерацию необеспеченных денег, нарушение торгового баланса и ускорение инфляции.

Для современной России весьма актуальной является парадигма активного государственного регулирования фондового рынка, которое не может ограничиваться только контролем за соблюдением требований законодательства профессиональными участниками данного рынка. Речь идет, по существу, об усилении государственного регулирования фондового рынка. Все дело в том, что отечественный фондовый рынок за 12 лет своего становления так и не превратился в эффективный механизм обслуживания инвестиционных нужд реальной экономики. Вполне очевидно, что для этого следует определить органами государственного управления и, прежде всего Правительством РФ стратегические пути становления и развития отечественного фондового рынка. При этом надо иметь в виду, что вмешательство государства в весьма чувствительный фондовый механизм должно быть строго ограничено рамками необходимости. Меры и степень воздействия государства на фондовый рынок должны быть научно обоснованы, а возможные реакции данного рынка на перспективу спрогнозированы с помощью методов экономико-математического моделирования.

В стратегическом плане нам необходимо сформировать отечественный фондовый рынок, который будет служить эффективным механизмом привлечения и перераспределения капитала в отечественной экономике,

¹ См. Сизов Ю. Стратегический подход к регулированию рынка ценных бумаг /Вопросы экономики. - 2001. - № 11, с. 56-57.

стимулировать внутреннюю инвестиционную активность и укреплять позиции страны на мировом рынке капитала. В тактическом плане нам необходимо перейти от «интравертного» рынка, который существует в виде инородного тела в экономике и работает сам на себя, к «экстравертному» рынку, обслуживающему потребности реального производства.

Отечественный фондовый рынок, с одной стороны, должен быть максимально открытым для массового инвестора, а с другой - востребован как средство привлечения капитала эмитентами. С точки зрения финансового анализа его следует рассматривать как сложное переплетение двух процессов: накопление производительного капитала и получение доходов от его эксплуатации. Непосредственным объектом анализа здесь выступают финансовые потоки, характеризующие оба названные процессы. Основные элементы этих потоков формируются из показателей инвестиционных расходов и чистого дохода.

Государство должно содействовать формированию благоприятного инвестиционного климата, совершенствовать законодательства по фондовому рынку, развивать рынки государственных, муниципальных ценных бумаг, а также ценных бумаг предприятий, поддерживаемых государством. Содействие развитию фондового рынка может осуществляться государством через систему административной поддержки и экономического стимулирования.

Через фондовый рынок государство может содействовать финансированию сфер высокой социальной значимости, таких, как жилищное строительство, образование, здравоохранение. Кроме этого, присутствие государства на фондовом рынке содействует финансированию тех отраслей промышленности, которые в силу ряда причин стали низкорентабельными и неинтересными для частного бизнеса, но остаются социально значимыми. Государственное стимулирование инвестиций важно в инфраструктурных проектах национального масштаба, единовременные затраты и сроки окупаемости которых слишком велики для бизнеса.

Но достижение цели превращения фондового рынка в механизм инвестиционного обслуживания экономики возможно только при наличии ясной стратегии государства по реформированию фондового рынка.

В российской экономической литературе высказываются различные точки зрения по вопросу о роли государства в развитии фондового рынка, необходимости государственного регулирования отношений в этой сфере, степени участия государства в активизации процесса трансформации сбережений в производственные инвестиции через фондовый рынок и о стимулировании платежеспособного спроса на корпоративные ценные бумаги.

Сторонники либеральной рыночной экономики высказываются за ограничение вмешательства государства в сферу обращения фондовых ценностей рамками функции обеспечения права собственности¹. Такая позиция близка к монетаристской концепции, которая считает, что регулирование фондового рынка надо ограничить лишь регулированием денежной массы через манипулирование процентными ставками. Функции регулирования фондового рынка с успехом могут выполнить негосударственные и саморегулируемые организации - Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Партнерство РТС (Российская Торговая Система), Комитет по листингу столичных и региональных бирж и т.д. Рынок якобы сам лучше знает, какой объем средств в нынешних условиях необходим для инвестиций и может быть инвестирован. И если это так, то свобода движения капиталов и открытость российского рынка для всех международных капиталов - это благо. Капитал сам определит, где ему более комфортно, и не надо ему мешать свободно перемещаться в страну и за ее пределы².

Существует и принципиально иная точка зрения. Рынок ценных бумаг мешает инвестиционному процессу на современном этапе, так как в

¹ Илларионов АЛ. Бремя государства // Вопросы экономики. - 1996. - № 9. - С. 24.

² Илларионов А. Ответ на многие вопросы - либеральная экономическая политика // Рынок ценных бумаг. - 1999. - № 19.

основном он спекулятивен и оттягивает дефицитные денежные ресурсы из производственной сферы. Он не выполняет необходимых общественных функций и временно должен быть сужен или вовсе закрыт. Инвестиционного потенциала на современном этапе в нем практически нет. Одним из главных каналов финансирования промышленных инвестиций в ближайшее время должны стать концентрация сбережений банками, находящимися под контролем правительства, и их целевое использование, что подразумевает создание новой банковской системы¹.

Видимо, нельзя принять ни одну из этих крайностей.

Обычно считается, что при наличии диаметрально противоположных позиций в решении какой-либо проблемы истина находится где-то посередине. Но в данном случае это не так. Представляется, что вопрос о роли государства в регулировании фондового рынка надо искать совсем в иной плоскости.

Государственное регулирование должно быть твердым, даже жестким. Это относится к установлению основных норм, которые должны соблюдать все участники рынка: инвесторы, эмитенты, профессиональные участники (регистраторы, депозитарии, брокеры, дилеры). Столь же жестким должен быть и контроль за соблюдением этих норм. Но во всех случаях, когда участники рынка могут сами регулировать свою деятельность, если они стремятся к честной, открытой, прозрачной работе, не желают иметь в своем сообществе недобросовестных участников и т.д., в этих случаях государство должно уступать место саморегулируемым организациям участников фондового рынка. Со стороны государства, таким образом, требуется выдвижение не чиновника-начальника, командующего, надзирателя, а чиновника-организатора, советника, помощника.

¹ Петраков Я., Перламуртов В. Россия - зона экономической катастрофы // Вопросы экономики. – 1996. – № 3. – С. 79 (см. также: Петраков Н. Антиинфляционная инвестиционная политика - стратегия экономического развития России // Рынок ценных бумаг. 1999. № 21; Глазьев С. Пути преодоления инвестиционного кризиса // Вопросы экономики. – 2000. - № 11. – С. 21).

На начальном этапе реформ практически полное отсутствие управляющего воздействия государства в процессах трансформирования государственной собственности, в управлении государственными долями в акционерных обществах и их отчуждении третьими лицами привело к потере управляемости экономикой в целом и к угрозе экономической безопасности. Так, на этапе становления, который принято называть «ваучерной приватизацией» (1992-1994 гг.), государственное регулирование было явно недостаточным для становления фондового рынка. В то время отсутствовала законодательная база, а нормативные положения носили временный характер. По сути дела, государство создало слабо управляемую и не направленную на развитие этого рынка ситуацию, не подкрепив функционирование рынка должными правовыми гарантиями и обеспечением.

По сути, государство провозгласило политику невмешательства в процесс становления российского фондового рынка и главное - его последующего развития, в том числе путем разрешения профессиональным участникам совмещения несовмещаемых функций. Например, можно было одновременно вести депозитарные операции и управлять портфелем ценных бумаг, одновременно регистрировать сделки, их же и осуществлять и даже управлять портфелями.

Это способствовало появлению дутых по уставному капиталу компаний, предъявительских ценных бумаг-суррогатов, рождению финансовых пирамид типа АВВА и МММ и громких судебных дел, последовавших за их крушением. Иными словами, в тот период имелась полная свобода для движения капитала, которую и желают видеть сторонники первой концепции развития фондового рынка. Но нельзя снова повторять эту ошибку, отказываясь даже не от управления, а только от регулирования формирующегося фондового рынка.

Поэтому надо согласиться с утверждением, что «в сложном комплексе назревших перемен одно из ключевых мест принадлежит активизации роли

государства в регулировании экономических и социальных процессов», высказанным еще несколько лет назад¹.

На сегодняшнем этапе развития отечественной экономики государственное регулирование должно преследовать цель - создание условий для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Ведь именно снижение инвестиционной активности явилось одной из причин спада производства и ухудшения его структуры².

Регулирование рынка ценных бумаг имеет ряд особенностей. Они связаны со сложностями отношений между субъектами этого рынка, со спецификой самого рынка, с повышенными рисками, присущими ему.

Государственное воздействие на формирующийся фондовый рынок осуществляется по двум направлениям. Во-первых, государство создает законодательную основу его функционирования, систему контроля, механизмы стимулирования и, в необходимых случаях, сдерживания. Во-вторых, государство прямыми и косвенными мерами непосредственно воздействует на всех участников фондового рынка: эмитентов, инвесторов, посредников и др.

Эффективное государственное регулирование фондового рынка предполагает предельно четкое определение цели этого регулирования, задач, которые нужно решить на пути к указанной цели, а также методов достижения цели при строжайшем соблюдении определенных принципов.

Мы разделяем точку зрения Булатова В.В., что цель государственного регулирования функционирования фондового рынка, очевидно, состоит в привлечении инвестиций в наиболее эффективные технологичные сферы и производства, т.е. в структурную перестройку реального сектора экономики, в необходимых в каждый данный момент объемах³.

¹ Абалкин Л. Экономическая роль государства // Роль государства в становлении и регулировании рыночной экономики. М.: ИЭ РАН, 1997. С. 5.

² «Не только американский опыт, но и история других развитых стран свидетельствует: альтернативы введению жесткого государственного регулирования рынка ценных бумаг не существует» (Галкин И.В., Комаров А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. С. 4).

³ Булатов В.В. Экономический рост и фондовых рынок. М.: Наука, 2004, Т. 2, с. 103.

Среди задач, которые нужно решать на пути к цели государственного регулирования фондового рынка, нельзя назвать главной или основной, так как их может быть несколько. Их состав может постепенно изменяться. При успешном решении какой-либо задачи ее место может занять иная задача, порожденная поступательным развитием рынка. В настоящее же время к основным задачам, которые следовало бы решить с помощью государства, можно отнести следующие:

- создание ясной и непротиворечивой законодательной, нормативной основы фондового рынка;
- обеспечение прозрачности и открытости рынка ценных бумаг;
- построение системы гарантий соблюдения прав всех субъектов фондового рынка при обязательном условии скрупулезного исполнения возлагаемых на них обязательств.

Перечисление подобного рода задач можно продолжить. Но здесь важно еще раз подчеркнуть, что формулировка каждой задачи должна быть подчинена одной цели государственного регулирования функционирования фондового рынка. Если решение какого-либо возникающего вопроса прямо и непосредственно не приближает к этой цели, то такой вопрос не должен вообще рассматриваться как предмет заботы государства. Такие вопросы должен решать сам рынок, точнее его организации (биржи, торговые системы), ассоциации и некоммерческие объединения профессиональных участников фондового рынка. Важно, конечно, чтобы принимаемые ими решения не противоречили цели государственного регулирования. Поэтому одной из его задач является контроль за деятельностью, например, биржи.

К методам достижения цели государственного регулирования может быть отнесено прямое или принудительное воздействие в виде запрета субъектам рынка совершать те либо иные действия, угрозы применения финансовой или даже уголовной ответственности за правонарушения и преступления.

Косвенное или экономическое воздействие государства - второй метод регулирования рынка, состоящий в создании экономической заинтересованности субъектов рынка в развитии отдельных его сегментов и направлений.

Цель, задачи и методы государственного регулирования фондового рынка должны определяться и осуществляться при соблюдении определенных принципов. Последние нельзя смешивать с условиями, которые могут постоянно изменяться самым решительным образом. В отличие от условий принципы должны быть неизменными и неукоснительно соблюдаться.

Первым принципом является научная обоснованность государственного регулирования фондового рынка. Соблюдение этого принципа предполагает глубокое изучение практики, опыта работы отечественного фондового рынка и зарубежных фондовых рынков, знание долгосрочных тенденций и закономерностей развития рынка, непротиворечивость принимаемых решений и т.п. И на основе всего этого должно быть ясное предвидение последствий принимаемых решений.

Вторым принципом может быть названо оптимальное распределение ответственности между отдельными органами исполнительной власти в регулировании фондового рынка, между федеральными и региональными органами и саморегулируемыми организациями (объединениями, ассоциациями, гильдиями).

Отечественный фондовый рынок при его жестком государственном регулировании может и должен более активно использоваться при решении многих ключевых проблем социально-экономического развития страны.

2.2. Функции государства на фондовом рынке

Обобщая функции государства на фондовом рынке в условиях российской экономики, следует выделить наиболее существенные на наш взгляд, функции. К ним следует отнести: институциональную, законодательную, контрольную, стабилизирующую, антимонопольную, защитную, перераспределительную, инвестиционную, информационную, стимулирующую.

Институциональная - обеспечение динамичного развития фондового рынка бумаг в соответствии с национальными интересами России через разработку концептуальных основ его функционирования и развития.

Эта функция имеет особенно важное значение на современном этапе, когда формируются основные элементы инфраструктуры, идет становление и быстрое развитие основных групп профессиональных участников рынка, формируются правила деловой этики. Реализация этой функции предполагает:

- разработку основных направлений развития фондового рынка;
- координацию деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам развития фондового рынка;
- поддержку важнейших проектов, связанных с развитием инфраструктуры фондового рынка;
- обеспечение условий для эффективной деятельности саморегулируемых организаций (СРО);
- проведение семинаров, конференций, использование различных форм обучения и повышения профессиональной квалификации специалистов и персонала профессиональных участников рынка ценных бумаг, эмитентов и инвесторов.

Законодательная - разработка законодательной базы функционирования и развития фондового рынка, системы нормативных актов по вопросам профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

(требования к участникам, операционные и учетные стандарты). Эта функция реализуется через:

- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, в том числе иностранных эмитентов, осуществляющих эмиссию ценных бумаг на территории Российской Федерации, и порядка регистрации эмиссии ценных бумаг;
- разработку и утверждение единых правил осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами, в том числе стандарты страхования и гарантии на рынке ценных бумаг;
- утверждение обязательных требований к операциям с ценными бумагами, в том числе обеспеченных недвижимым имуществом, норм допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности;
- введение единых требований к порядку ведения реестра именных ценных бумаг;
- утверждение порядка осуществления различных видов деятельности на фондовом рынке и деятельности по оценке и управлению имуществом паевых инвестиционных фондов;
- определение стандартов деятельности инвестиционных (в том числе паевых), негосударственных пенсионных фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на фондовом рынке;
- разработку проектов законодательных и иных нормативных актов, связанных с вопросами регулирования фондового рынка, лицензирования деятельности его профессиональных участников, саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В целом современное состояние нормативно-правовой базы фондового рынка ценных бумаг можно охарактеризовать как находящееся на этапе первоначального формирования и требующее дальнейшего совершенствования. Необходимо привести в порядок всю нормативно-

правовую базу и устранить противоречия в законодательстве Российской Федерации в отношении фондового рынка, а Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) разобраться с наследием ФКЦБ в виде постановления о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, перевести основные правовые нормы, регулирующие фондовый рынок, из постановлений ФКЦБ в законы.

На современном этапе развития правовой базы фондового рынка требуется новый, системный подход к разработке и обновлению законодательства и проведение работ по упорядочению состава и систематизации федерального законодательства. Принципиально назрела необходимость усиления внимания вопросам обеспечения исполнения требований законодательства, согласования и увязки норм, регламентирующих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг, с положениями, урегулированными другими отраслями права, - административным, гражданско-процессуальным, уголовным и уголовно-процессуальным.

Контрольная - осуществление лицензирования и надзора за деятельностью участников фондового рынка, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг. Эта функция реализуется посредством:

- осуществления контроля за соблюдением эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг требований законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, стандартов и требований, утвержденных ФСФР России;
- ведения реестра выданных, приостановленных и отозванных лицензий;
- осуществления надзора за соответствием объема выпуска эмиссионных ценных бумаг их количеству в обращении;
- обращения в арбитражный суд с исками о ликвидации юридического лица, нарушившего требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, и о применении к нарушителям санкций,

установленных законодательством Российской Федерации.

Стабилизирующая - создание условий, способствующих устойчивому равновесию фондового рынка и блокирующим воздействию негативных факторов. Данная функция еще недостаточно изучена, но охарактеризовать ее реализацию можно следующим образом.

Для инвесторов привлекательными являются акции предприятий следующих отраслей экономики: нефтегазовой, энергетики и телекоммуникационной. В этих отраслях практически нет спада промышленного производства, и они находятся под покровительством государства. Влияние последнего фактора довольно парадоксально, так как наиболее популярны акции тех эмитентов, контрольным пакетом которых владеет государство, и, следовательно, оно может принимать решения, не считаясь с мнением других акционеров. Кроме того, в связи с нахождением в одних руках большого пакета акций снижается процент ценных бумаг, находящихся в свободном обращении. И, тем не менее, инвесторов не пугает участие государства в управлении акционерным обществом, наоборот, оно добавляет в жизнь общества определенную стабильность, необходимую инвестору. Таким образом, государство, являясь крупным акционером в акционерных обществах, имеющих стратегическое значение для развития экономики России, выступает гарантом стабильности деятельности общества, способствуя инвестиционному интересу и осуществляет стабилизирующую функцию на фондовом рынке.

Характеризуя стабилизирующую функцию, необходимо отметить важное значение ее еще в связи с тем, что российский фондовый рынок сегодня становится все более интегрированной частью мирового финансового рынка. Помимо позитивных следствий этого, тенденции к глобализации имеют и негативные аспекты. Так, вспышки биржевых кризисов за рубежом в 1997-1998 годах негативно отразились на курсовой стоимости российских ценных бумаг. Это падение курсовой стоимости ценных бумаг застало врасплох органы государственного регулирования

рынка ценных бумаг. Настоятельной необходимостью сегодня является принятие защитных мер в случае новых потрясений на международных финансовых рынках.

Важность реализации стабилизирующей функции связана также с тем, что операции с ценными бумагами всегда сопряжены с риском. В настоящее время в России этот риск очень велик и существует во многих видах.

Антимонопольная - осуществление контроля за соблюдением антимонопольного законодательства на фондовом рынке как важного условия поддержания эффективности рынка ценных бумаг на должном уровне, а также обеспечения интересов всех групп инвесторов, включая мелких.

Характеризуя развитие антимонопольного регулирования в России, необходимо отметить следующие существенные моменты:

- во-первых, на сегодняшний день федеральное антимонопольное законодательство в своей основе сформировано преимущественно в части, регулирующей развитие товарных рынков;

- во-вторых, антимонопольное регулирование рынков банковских, страховых услуг, ценных бумаг и иных сфер, связанных с использованием денежными средствами юридических и физических лиц, по-прежнему осуществляется весьма ограниченно, на фрагментарной правовой базе;

- в-третьих, в целом современное российское законодательство, регулирующее вопросы развития конкуренции, предупреждения и пресечения монополистической деятельности, сложилось в комплексную отрасль публичного права - конкурентное право. Но к рынку ценных бумаг оно применяется весьма слабо.

Российское антимонопольное законодательство, касающееся экономической концентрации, стоит на той позиции, что не следует разрешать действия или совершать сделки, результатом которых может являться установление или расширение рыночной власти определенного субъекта, а также облегчение ее применения при условии, что негативные

антиконкурентные последствия не компенсируются положительным экономическим эффектом экономической концентрации с точки зрения повышения конкурентоспособности на товарных рынках.

Закономерной тенденцией антимонопольного регулирования является расширение масштабов контроля за приобретением акций. Причиной увеличения потока согласований на покупку крупных пакетов акций является завершение первичного размещения акций приватизированных предприятий. В настоящее время осуществляется перераспределение акций на вторичном рынке. Инвесторы, обладающие достаточным капиталом для покупки акций, стремятся сосредоточить в своих руках контрольные пакеты акций приватизированных предприятий.

Вместе с тем политика, проводимая Государственным антимонопольным комитетом России, на наш взгляд, должна предусматривать создание в России механизмов экономического регулирования в соответствии с международной практикой.

Особого внимания, на наш взгляд, заслуживает опыт таких организаций, как, например, в Великобритании - Лондонского Совета по вопросам слияний и поглощений. Данная организация является частной, имеющей квазиофициальный статус, образованной группой юридических и физических лиц, занятых в индустрии ценных бумаг.

Совет следит за соблюдением двух основных разработанных им сводов правил: Кодекса по слияниям и поглощениям и Правил приобретения крупных пакетов акций.

Данными сводами правил допускается, например, единовременное приобретение пакета, не превышающего 15% уставного капитала компании. Дополнительный пакет, который довел бы долю покупателя до 29,9%, можно приобрести не раньше, чем через неделю. Приобретение 30% акций уже требует осуществить обязательное предложение о покупке оставшихся. Если же какое-либо лицо приобрело акции, в результате чего его пакет превышает 15% уставного капитала компании, оно обязано сообщить об этом на

следующий день Лондонской фондовой бирже и компании, чьи акции приобретены. То же требуется и от акционера, имеющего 15% акций, если его пакет увеличивается более чем на 1%, и к «лицам, действующим сообща».

Нормы поведения, изложенные в этих документах, формально не имеют юридической силы, то есть их исполнение сугубо добровольно, однако Совет сообщает о факте их нарушения в соответствующую саморегулируемую организацию, которая, в свою очередь, может принять меры воздействия на своего члена, вплоть до исключения.

Эти правила ограничивают возможность агрессивной, неожиданной скупки акций и предполагают раскрытие информации о предложении на покупку на всех этапах реализации предложения о покупке акций компании. Таким образом, создание механизма антимонопольного регулирования фондового рынка предполагает участие общественного контроля.

Антимонопольное регулирование, которое сейчас имеется в России, требует существенной корректировки. Имеющиеся запреты на слияния и поглощения, дезинтеграция хозяйственной системы привели не к усилению конкурентных механизмов, а к разрушению жизнеспособных структур народного хозяйства.

Защитная - защита интересов инвесторов на фондовом рынке. Как было показано выше, этой функции уделяется большое значение на зарубежных рынках ценных бумаг. Без реализации этой функции невозможно обеспечить проблему доверия на российском фондовом рынке. Реализация этой функции предполагает принятие конкретных мер, направленных на:

- обеспечение информационной открытости операций на рынке ценных бумаг;
- неукоснительное соблюдение законодательства о ценных бумагах и ответственность за злоупотребления на фондовом рынке;
- строгий контроль за деятельностью эмитентов и профессиональных участников фондового рынка;

- работу саморегулируемых организаций по принятию и исполнению норм и правил деятельности на фондовом рынке, а также государственный контроль за ними;
- содействие развитию всех элементов инфраструктуры фондового рынка.

Перераспределительная - содействие созданию условий для беспрепятственного перелива капитала. Перелив капитала из одной сферы хозяйства в другую через рынок ценных бумаг является показателем высокого уровня развития рыночных отношений. Сегодня следует содействовать переливу капитала, прежде всего, в реальный сектор экономики.

Реализация этой функции должна быть связана с системой мер по поддержанию высокого уровня ликвидности вторичного рынка ценных бумаг.

Инвестиционная - содействие по превращению сбережений в инвестиции. Особое значение имеют меры, обеспечивающие доверие к рынку ценных бумаг, а также такая политика выпуска долговых обязательств государства (особенно уровень процента по этим обязательствам), при которой инвесторам было бы выгодно вкладывать деньги в ценные бумаги.

Государственное регулирование фондового рынка пока еще слабо способствует реализации важнейшей функции этого рынка - превращения сбережений в инвестиции.

Российское государство сегодня делает попытки решить макроэкономические проблемы: снизить темпы инфляции, повысить уровень жизни, привлечь иностранный капитал. Но надо начинать с подъема производства. И поэтому одной из важнейших проблем современной российской экономики, на наш взгляд, является привлечение, прежде всего, отечественных инвестиций в производство. Без роста инвестиций невозможны преодоление глубокого экономического спада в стране, перестройка структуры производства, повышение его технического уровня.

Отсюда следует, что обеспечение роста инвестиций выдвигается в число главных экономических задач.

В макроэкономическом плане для долгосрочных вложений ситуация продолжает оставаться крайне неблагоприятной. Положение усугубляется кризисом неплатежей и связанным с ним тяжелым финансовым состоянием значительной части промышленных предприятий. Поэтому необходимы регулирующие меры государства, направленные на стимулирование инвестиционного спроса и предложения. Ситуация в сфере инвестиционного предложения (в направлении реализации инвестиций) складывается следующим образом. В условиях практического отсутствия вторичных рынков инвестиционных товаров (в форме рынка ценных бумаг) инвестирование осуществляется главным образом в паи, вклады, в оборотный капитал для проведения торговых сделок (на товарных биржах). Инвестиции в обновление изношенных основных фондов, а также в инновации под влиянием деструктивных факторов оказываются заблокированными, что может привести, по нашему мнению, к распаду материально-технической базы экономики. В такой ситуации регулирующие меры государства должны быть, на наш взгляд, избирательными, направленными на конкретные объекты инвестиционной сферы.

Рассмотренные выше тенденции позволяют прогнозировать растущее внимание российских корпораций к инвестиционным ресурсам, доступ к которым возможен только через рынок ценных бумаг. Рынок ценных бумаг в идеале должен играть в экономике роль своего рода "трансмиссии", действующей по замкнутой цепочке: сбережения - инвестиции - экономический рост - сбережения. Сбой на одном из участков приводит к срывам в функционировании базовых экономических механизмов воспроизводства. Вместе с тем для современной экономической ситуации в России характерно противоречие между распыленными (по различным и далеким от реального сектора направлениям инвестирования) сбережениями населения, с одной стороны, и растущими потребностями российских

предприятий во внешних негосударственных источниках финансирования, с другой.

Несмотря на имеющиеся благоприятные факторы, связанные с позитивными качественными изменениями на рынке ценных бумаг (законодательство, инфраструктура), под влиянием отмеченных факторов в 1996-1998 годах инвестиционные предпочтения и характер принимаемых населением решений относительно выбора тех или иных финансовых инструментов в целом характеризовался, по экспертным оценкам, традиционными консервативными чертами, и в частности по-прежнему низким уровнем вложений средств населения в корпоративные ценные бумаги.

Вместе с тем привлекательность накоплений в форме наличных денег падает.

Информационная – создание системы раскрытия информации о состоянии фондового рынка и доступности ее для инвесторов.

Характеризуя информационную функцию государства на фондовом рынке, необходимо отметить, что рынок ценных бумаг требует государственного контроля за раскрытием и чистотой информационных потоков, вмешательства в процессы раскрытия информации о состоянии фондового рынка и доступности ее для инвесторов. Реализация данной функции предполагает:

- обеспечение создания общедоступной системы раскрытия информации о состоянии рынка ценных бумаг;
- государственный контроль за своевременным и добросовестным раскрытием эмитентами ценных бумаг необходимой информации;
- обеспечение раскрытия информации о зарегистрированных выпусках ценных бумаг, деятельности, связанной с управлением имуществом паевых инвестиционных фондов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и регулировании рынка ценных бумаг;

- ограничение злоупотреблений, связанных с доступом к внутренней корпоративной информации;

- государственный контроль за соблюдением прав акционеров, в особенности - прав на участие в управлении предприятием.

Стимулирующая – содействие в направлении инвестиционных ресурсов в отрасли народного хозяйства, где они наиболее необходимы и дают наивысшую эффективность.

Говоря об осуществлении государством на фондовом рынке стимулирующей функции, необходимо отметить, что ее реализация осуществляется через:

- создание мобильного вторичного рынка государственных облигаций;

- координация действий ФСФР России и Центрального банка России на фондовом рынке;

- использование государством широкого спектра трансакций, осуществляемых на рынке и предоставление возможностей эффективного использования инструментов рынка кредитно-финансовыми институтами;

- создание механизмов вливания средств широкого круга инвесторов как финансового, так и нефинансового сектора экономики на данный рынок;

- контроль за ликвидностью финансовых инструментов фондового рынка;

Реализация перечисленных выше функции государства способствует формированию фондового рынка, который может служить эффективным механизмом привлечения и перераспределения капитала в отечественной экономике, стимулировать внутреннюю инвестиционную активность и укреплять позиции страны на мировом рынке капитала.

Каждая из этих функций имеет самостоятельное значение. Однако государственное регулирование фондового рынка будет тем более эффективным, чем в большей мере будет проявляться взаимосвязь и взаимозависимость перечисленных функций.

ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

3.1. Усиление организационно-правового регулирования фондового рынка

Анализ современного состояния отечественного фондового рынка убедительно свидетельствует о возрастающей потребности в повышении уровня его организации и степени государственного регулирования. Это очень важно как в целях эффективного функционирования фондового рынка, так и для обеспечения устойчивого развития экономики страны в целом.

Организованность является базой, на которой формируется надежность фондового рынка. Высокая степень организованности ФР включается в группу интересов всех его участников, является стратегически важной для экономики и в целом для общества. Повышающаяся организованность ФР способствует превращению его в эффективный механизм перераспределения капиталов, характеризующийся надежностью и быстротой реакции на изменения реальных экономических процессов. Также рынок приобретает возможность противодействовать спекулятивным настроениям, увеличивается его устойчивость во время кризисных ситуаций.

Для того чтобы качественно изменилась роль фондового рынка в экономике России и он начал выполнять свои макроэкономические функции в части трансформации сбережений в инвестиции, обслуживающие реальную экономику, необходимо:

1. Включить отечественный фондовый рынок в «пакет» институциональных реформ, проводимых правительством РФ. При этом следовало бы:

- привести в порядок нормативно-правовую базу и устранить противоречия в законодательстве Российской Федерации в отношении фондового рынка.

Вся система законодательного и нормативного обеспечения фондового рынка исключительно сложна, полна противоречий и пробелов. В целом в течение нескольких последних лет развитие законодательства было направлено на восполнение пробелов и исправление просчетов прошлого. Поскольку исторически сложилось так, что на начальном этапе становлением фондового рынка России занималось два основных регулятора: ФКЦБ России и Банк России, каждый из которых придерживался своей линии развития рынка, в настоящее время существует колоссальное количество документов разных статусов, полностью или частично дублирующих положения друг друга. Значительная часть норм устанавливалась не на уровне законов, а на уровне ведомств.

Таким образом, является очевидным факт того, что структура законодательного и регуляторного обеспечения нуждается в существенной рационализации для того, чтобы обеспечить удобство пользователя и сокращение издержек по соответствию требованиям регулирования со стороны регулируемых и осуществлению регулирования со стороны регуляторов, однозначность в толковании для целей правоприменения и доступность для понимания потребителя-инвестора.

Так, законодательство в области ценных бумаг (да и не только) должно носить не разрозненный, а системный характер и являться частью проводимой в настоящее время в России правовой реформы. Комплекс законодательных мер должен быть направлен на реализацию основной задачи - привлечение средств инвесторов в реальный сектор экономики. Кроме того, хотелось бы отметить, что законодательное регулирование фондового рынка должно осуществляться на уровне федеральных законов (как во всех развитых странах), а не на уровне подзаконных нормативных актов.

Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) необходимо разобраться с наследством ФКЦБ в виде постановления о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, перевести основные правовые нормы, регулирующие фондовый рынок, из постановлений ФКЦБ в законы и покончить со всей «взяткостройкой» нормативной базой;

передать саморегулируемым организациям (СРО) часть контрольных функций, которые связаны с разработкой стандартов профессиональной деятельности и деловой этики профучастников фондового рынка;

выработать инструменты борьбы с использованием инсайдерской информации. ФСФР следует ускорить доработку законопроекта «Об инсайдерской информации» и внести полную ясность в вопросы борьбы с манипулированием ценами на отечественном фондовом рынке;

отменить институт финансовых консультантов и постановление ФКЦБ по специалистам рынка ценных бумаг, которое создало очередную кормушку для некоторых институтов, вменив в обязанность специалистам фондового рынка раз в три года проходить переподготовку и установив им своего рода «налог на профессию»;

пересмотреть нормативы, регулирующие внутренний учет и отчетность профучастников фондового рынка, поскольку информационный поток огромен, а смысловая нагрузка практически отсутствует. При этом надо иметь в виду, что внутренний учет профучастника не только не способствует прозрачности его деятельности и не помогает ему и его клиентам, а, наоборот, всячески тормозит и мешает работе;

- сформировать целостное фондовое пространство, т.е. создать единое биржевое пространство. Оно может быть создано путем передачи акций на единую Российскую фондовую биржу, в уставной капитал которой вошли бы акционеры всех существующих площадок, либо через появление единого депозитарно-расчетного центра, которое позволит снизить транзакционные издержки даже при наличии нескольких торговых площадок. Единый центр

расчетов значительно упростит для профучастников перевод средств с одной специализированной биржи на другую;

- создать централизованный клиринг, определив юридическую основу передачи прав на сделку и решив вопрос перевода залога, а также центральный депозитарий, предоставив ему право получать информацию от регистратора в режиме онлайн, и законодательно установить, что подтверждение прав собственности центральным депозитарием является подтверждением прав во всех судебных и других спорах;

перенести акценты государственной политики на развитие первичного рынка ценных бумаг (акций, корпоративных облигаций), учитывая то, что для успешного развития такого инвестиционного рыночного механизма, как первичное размещение акций, требуется наличие на рынке не менее 100-150 ликвидных долевых ценных бумаг;

наладить мониторинг объективных критериев зрелости фондового рынка, отслеживая не только капитализацию эмитентов, но и объемы привлечения ими капитала, эффективность использования мобилизованных на фондовом рынке средств;

принять конкретные меры по созданию и развитию розничной инфраструктуры торговли ценными бумагами и обеспечить надлежащий налоговый режим, поощряющий долгосрочные инвестиции населения в ценные бумаги предприятий (фирм, корпораций) реального сектора экономики;

- организовать массированную пропагандистскую поддержку отечественного фондового рынка через обучение и просвещение населения с помощью СМИ с точки зрения квалифицированного инвестирования и использования инструментов фондового рынка.

2. Оказать существенное влияние на поведение эмитентов ценных бумаг. Все дело в том, что фондовый рынок предоставляет компаниям, фирмам возможности привлекать необходимые долгосрочные финансовые ресурсы для своего развития, но далеко не все из них желают ими

пользоваться. Сегодня лишь около 100 российских ОАО (0,2% всех ОАО) используют такие возможности. Остальные акционерные общества не желают пользоваться этими возможностями, поскольку им это невыгодно в современных условиях хозяйствования, где господствуют нерыночные формы присвоения корпоративных доходов.

Основными принципами поведения эмитентов корпоративных ценных бумаг, соблюдение которых создаст доверие к ним самим и фондовому рынку в целом, позволит привлечь на этот рынок, а в конечном счете и в реальный сектор экономики, значительные инвестиционные ресурсы, включая, разумеется, сбережения населения, должны быть:

эффективная защита прав инвесторов и акционеров;

равное отношение ко всем группам акционеров, включая миноритарных и иностранных;

информационная открытость компании, своевременное и полное раскрытие информации по всем существенным вопросам ее финансово-хозяйственной деятельности;

эффективное выполнение менеджерами своих функций, подотчетность их органов управления и самой компании, и акционерам.

Для изменения поведения эмитентов в целях устойчивого развития российской экономики следует:

- повысить степень защиты эффективных собственников и облегчить изъятие собственности у неэффективных. Несомненно, здесь нужен четкий механизм отделения одних от других;

сформировать правовой режим функционирования по настоящему открытых, публичных корпораций, отличающийся от правового режима функционирования закрытых обществ. Открытые корпорации (фирмы) должны обладать преимуществами при привлечении инвестиций на рынке акций, а закрытые - преимуществами в минимизации затрат на раскрытие информации о своей деятельности;

усилить «прозрачность» российских корпораций (фирм), в первую очередь в вопросах собственности (кому они реально принадлежат), движения корпоративного капитала и его рыночной стоимости («прозрачность» цен сделок с крупными пакетами акций), вознаграждения как менеджмента компаний, так и членов советов директоров.

В нынешних условиях, когда не меньшую, а то и большую популярность по сравнению со СМИ получил Интернет как общедоступный массовый информационный ресурс, одно из важнейших мест в проблеме публичного освещения работы компании и повышения ее информационной открытости отводится разработке и содержанию официальной интернет-страницы компании.

В законодательном порядке, на наш взгляд, следовало бы приравнять интернет-страницы компаний к официальным источникам информации и определить степень ответственности за размещение на них заведомо ложной информации с целью намеренного искажения положения дел в компании и введения в заблуждение заинтересованных лиц. В соответствии с последними западными тенденциями можно было бы законодательно ввести обязательную публикацию годовых и финансовых отчетов на сайте компании. Также, весьма эффективным представляется распространение практики содержания версии сайта компании на английском языке, который является общепризнанным языком мировых финансовых рынков. В этих целях необходимо:

- усовершенствовать механизм IPO за счет оптимизации взаимодействия эмитента с инфраструктурными организациями, обеспечивающими первичное публичное размещение. При этом необходимо учитывать технологические и организационные особенности инфраструктуры рынка ценных бумаг, а именно взаимодействие элементов инфраструктуры (биржи, депозитарии и регистраторы) в процессе IPO. Многоуровневая система учета эмиссионных ценных бумаг в России, состоящая как минимум из трех уровней (регистратор - расчетный

депозитарии -депозитарий клиента) снижает оперативность перерегистрации прав собственности на ценные бумаги в процессе первичного публичного размещения на бирже в случае, когда андеррайтер не выкупает выпуск и, следовательно, не может перевести акции на счет депо в расчетном депозитарии биржи.

Для совершенствования регулирования первичного публичного размещения необходимы изменения в законодательных актах, таких как законы «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах». Можно выделить два основных направления, требующих дополнительной проработки: учет ценных бумаг и реализация прав голоса по акциям, являющимся базовым активом депозитарных расписок. Также необходима разработка единого пакета нормативно-правовых актов, регулирующих особенности регистрации выпусков и отчетов об итогах размещения при проведении IPO на российском фондовом рынке, о допуске российских акций к проектам депозитарных расписок, об учете прав собственности владельцев депозитарных расписок;

- отладить механизмы противодействия недобросовестным и враждебным корпоративным захватам (поглощениям), которые часто осуществляются под благовидным предлогом реорганизации;

- прописать в законодательстве РФ высокую ответственность эмитента (совета директоров) и организатора выпуска эмиссионных ценных бумаг за предоставление неверной информации или сокрытие существенных фактов о финансово-хозяйственной деятельности эмитента;

- разработать абсолютно стандартные, не допускающие двоякого толкования чиновниками стандарты эмиссий;

- упростить процедуру и сократить сроки регистрации эмиссий акций и облигаций до нескольких рабочих дней.

3. Существенно повысить уровень развития самого финансового посредничества. Сегодня, на наш взгляд, на него отрицательно влияют низкая эффективность организации инфраструктурных систем, технологий

взаимодействия по каналу «биржа - брокер - клиент»; большое количество низкокапитализированных операторов фондового рынка, уровень квалификации которых не позволяет обеспечить эффективное комплексное обслуживание инвесторов; значительный дефицит профессиональных управляющих активами; использование операторами рынка инсайдерской информации и технологий манипулирования ценами.

Важной задачей, связанной с обеспечением надежности операторов рынка, является создание эффективной системы мониторинга и надзора за деятельностью операторов фондового рынка, которая должна прогнозировать и оперативно выявлять факты снижения финансовой устойчивости, правонарушений на рынке ценных бумаг, манипулирования ценами, а также предотвращать появление системных рисков.

Для создания системы мониторинга и надзора, удовлетворяющей изложенным требованиям, необходимо:

- обеспечить оперативный сбор отчетности операторов рынка, введя дополнения в структуру отчетности и изменения в сроки ее сдачи, направленные на повышение прозрачности операторов рынка и эффективности контроля за их финансовым состоянием;

- ввести систему раннего предупреждения негативных тенденций в деятельности операторов рынка, таких, как снижение финансовой устойчивости, нарушение законодательства, повышение уровня рисков, манипулирование ценами.

В качестве критериев для раннего предупреждения ухудшения финансового положения операторов рынка можно использовать существенное снижение величины собственных средств оператора; изменение показателей ликвидности и финансовой устойчивости; снижение объемов сделок; быстрое сокращение клиентской базы (снижение количества договоров на брокерское обслуживание или на управление ценными бумагами); значительное сокращение количества специалистов, удовлетворяющих квалификационным требованиям и осуществляющих функции,

непосредственно связанные с деятельностью на рынке ценных бумаг; частая сменяемость (либо одновременное увольнение) лиц, исполняющих обязанности контролера и главного бухгалтера.

В ходе мониторинга необходимо осуществлять контроль за соблюдением оператором обязательных требований и нормативов. Речь идет о достаточности собственных средств операторов рынка, выполнении установленных нормативов по сделкам, имеющим повышенный уровень риска, - маржинальным и срочным сделкам, соблюдении нормативов, характеризующих финансовое состояние оператора, соблюдении требований по разделению средств брокеров, доверительных управляющих ценными бумагами и их клиентов, соблюдении требований по уровню квалификации руководителей, контролеров и специалистов операторов рынка ценных бумаг.

В мониторинг целесообразно включать и индикативные показатели, характеризующие финансовое состояние оператора рынка ценных бумаг. Это должны быть показатели ликвидности (отношение величины собственных средств и высоколиквидных активов оператора рынка к текущим его обязательствам, отношение текущих активов к текущим обязательствам); показатели финансовой устойчивости (отношение величины собственных средств к суммарной величине долгосрочных и краткосрочных обязательств, отношение общей величины дебиторской задолженности к величине собственных средств, отношение максимальной величины дебиторской задолженности одного контрагента (клиента) к величине собственных средств, отношение максимальной величины дебиторской задолженности одного контрагента (клиента) к величине собственных средств и т.д.)

Необходимо существенно усилить и регулирование деятельности регистраторов. Дело в том, что в условиях незавершенного процесса передела собственности объективно сложилась ситуация, в которой регистраторы могут прямо или косвенно контролироваться противоборствующими структурами. В связи с тем, что средства,

получаемые за ведение реестров (абонентная плата и регистрационный сбор), являются главным источником доходов регистраторов, последние находятся в значительной зависимости от крупнейших клиентов. А они-то чаще всего и являются основными собственниками регистратора. Такие клиенты имеют возможность недобросовестно использовать свое влияние на деятельность регистраторов.

Поэтому политика регулятора фондового рынка в сфере регулирования регистраторской деятельности должна быть направлена на полное исключение возможности субъективного влияния регистратора на переход прав собственности.

Снижение субъективной роли регистраторов при учете прав собственности достигается путем стимулирования развития независимых регистраторов. Речь, прежде всего, идет об усилении требований к лицензированию и качеству работы регистраторов.

Необходимо также добиваться обеспечения прозрачности и публичности информации о структуре собственников и аффилированных лицах регистраторов независимо от их организационно-правовой формы, а также о структуре доходов регистратора в разрезе крупнейших клиентов.

Для предотвращения возможности возникновения дублирующих реестров акционеров следует ужесточить ответственность за незаконное формирование реестра-дублера, а также пересмотреть сам механизм приема-передачи реестра. Целесообразно ввести правило об аннулировании лицензии регистратора, приступившего к ведению реестра без полного набора документов, составляющих систему ведения реестра, или без достаточных правовых оснований, а также регистратора, продолжающего вести реестр без соблюдения указанных условий.

Существующие в настоящее время меры административной ответственности регистраторов за неправомерные действия не соответствуют тяжести этих нарушений и ущербу, который может быть причинен инвесторам в результате их совершения. Для обеспечения адекватности мер

ответственности существенно увеличить размер штрафов за нарушения, совершаемые регистраторами. При этом необходимо как введение обязательного страхования, так и стимулирование добровольного страхования ответственности регистраторов.

Наряду с этим должны быть предприняты конкретные шаги по совершенствованию депозитарной системы. Основными направлениями совершенствования этой системы являются:

во-первых, более четкое функциональное разграничение видов депозитариев на уровне законодательных и нормативных правовых актов. Следует ввести дополнительную классификацию депозитариев с разделением на расчетные и кастодиальные, а также более детально регулировать деятельность расчетных депозитариев. Нужно запретить совмещение деятельности в качестве расчетного депозитария с деятельностью брокеров, дилеров, управляющих компаний в связи с их доступом к конфиденциальной информации о заключаемых сделках и возникающем конфликте по операциям на срочном рынке и клиринга с частичным депонированием средств, при котором клиринговая организация берет на себя риски исполнения сделок;

во-вторых, установление требований к системе взаимодействия с регистраторами и депозитариями, обеспечивающие проведение операций по счетам владельцев в рамках одного операционного дня;

в-третьих, разработка нормативных правовых документов, обеспечивающих максимальную детальность регулирования при совершении операций, связанных с учетом ценных бумаг на счетах доверительных управляющих, регистрацией, изменением и снятием залога ценных бумаг, арестом и блокировкой ценных бумаг.

в-четвертых, более четкое разъяснение проблемных вопросов депозитарного учета, например, таких, как учет ценных бумаг, эмитированных нерезидентами; хранение неземиссионных ценных бумаг

(складские свидетельства, векселя и др.); дополнительные услуги депозитариев (представительство на собраниях, выплата доходов и т.д.).

4. Создать информационную систему фондового рынка (ИСФР), в которой вся информация о зарегистрированных проспектах эмиссии, раскрытии информации о финансово-хозяйственной деятельности эмитентов находилась бы в единой информационной базе и осуществлялась в автоматическом режиме без участия сотрудников ФСФР и информационных посредников.

5. Заинтересовать отечественных операторов и, прежде всего, население в использовании фондового рынка, чтобы собственный народ стал инвестором собственной экономики. Нельзя сбрасывать со счетов почти 70 млрд. долларов неучтенных сбережений населения, из которых, по оценкам экспертов, около 40 млрд. может быть инвестировано на фондовом рынке¹. В этих целях следовало бы:

повысить уровень доверия населения к фондовому рынку, ввести льготы на доходы физических лиц, получаемые от инвестиций в ценные бумаги;

развернуть систему фондовых центров, ориентированных на оказание фондовых услуг населению;

задействовать «длинные» деньги потенциальных инвесторов (средства пенсионной системы, страховых обществ и инвестиционных фондов) на экономический рост, которые оцениваются на уровне 300 млрд. руб. в год².

6. Приступить к реализации идеи создания единого мегарегулятора отечественного финансового рынка. Она получила одобрение в ноябре 2004 г. на заседании правительства РФ.

До середины марта 2004 г. роль регулятора российского фондового рынка выполняла Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ)

¹ См. Сизов Ю. Актуальные проблемы развития российского фондового рынка/ Вопросы экономики. – 2003. - №7. – с. 37.

² См. там же, с. 36.

Этот федеральный орган исполнительной власти был призван проводить государственную политику на рынке ценных бумаг, контролировать деятельность профессиональных участников рынка, охранять права инвесторов, акционеров и вкладчиков денежных средств.

Следует отметить, что полномочия ФКЦБ не распространялись на регулирование и надзор эмиссий долговых обязательств Правительства РФ и субъектов РФ. За пределами компетенции ФКЦБ осталось регулирование деятельности страховых компаний, Пенсионного фонда России, негосударственных пенсионных фондов, т.е. организаций, которые являются наиболее активными участниками фондового рынка. ФКЦБ не могла регулировать деятельность товарных и валютных бирж, а также деятельность кредитных организаций по их собственным ценным бумагам.

Все то, что не попало под юрисдикцию ФКЦБ, регулировали другие федеральные органы: Министерство финансов РФ, Министерство по антимонопольной политике и поддержки предпринимательства РФ, Центральный Банк РФ и даже Минтруда РФ.

Такое разграничение полномочий по регулированию фондового рынка неизбежно приводило к междуведомственной борьбе, подчас буквально перерождающейся в бессистемную склоку из-за амбиций отдельных руководителей. Это, естественно, не могло не сказываться на эффективности регулирования рынка.

У идеи создания единого мегарегулятора российского финансового рынка много серьезных противников. Часть оппонентов приводит те аргументы, что создание мегарегулятора в Великобритании было облегчено тем, что на британских страховом, пенсионном, фондовом, банковском рынках действовали по сути дела одни и те же лица. И регулирование их деятельности одним органом было просто экономически целесообразно. Российский финансовый рынок — пока рынок сегментированный. Финансовые институты, действующие сразу в нескольких сегментах финансового рынка, скорее единичны (к примеру, группа «Капитал», Гута-

банк, другие банковские группы). С другой стороны, оппоненты ссылаются на то, что создание такого мегарегулятора не снизит транзакционные издержки для участников рынка, но резко повысит бюрократизм в государственном управлении.

Как нам кажется, такие опасения представляются необоснованными. Первое. Непонятно, исходя из каких соображений, должны вырасти издержки для участников, и почему возрастут административные издержки. Второе — снижение операционной маржи на разных сегментах финансового рынка будет объективно вести к тому, что сами участники будут пытаться снизить свои транзакционные издержки путем объединения, концентрации различных видов финансовых услуг одним институтом.

Другое дело, что создание такого мегарегулятора - процесс достаточно длительный. Он связан с разрешением многих противоречий между регуляторами и часто сводится к вопросу, а на базе какого регулятора будет строиться этот новый мегарегулятор.

По предварительным наброскам ФСФР, единым органом станет она сама, а все решения будет приниматься специальной коллегией. В нее, по мнению О.В.Вьюгина, войдут 10-12 человек, в том числе два представителя от профучастников рынка¹.

Что же касается ближайшего времени, то, на наш взгляд следовало бы целью координации действий различных органов (в связи с невозможностью в настоящий момент передать единовременно все функции по регулированию фондового рынка одному органу) создать при Правительстве РФ Координационный Совет государственных регулирующих органов. В рамках деятельности данного Совета и должны согласовываться все основные решения, касающиеся фондового рынка.

7. Разработать результативную систему оценки эффективности государственного регулирования фондового рынка, которое должно

¹ См. Ведомости, 24 ноября 2004г.

исключить последствия, наносящие ущерб народнохозяйственной эффективности.

На наш взгляд, представляется возможным установить следующие виды критериев системы оценки эффективности регулирования фондового рынка:

- рыночные (соответствие стратегии деятельности потребностям фондового рынка, вероятность коммерческого успеха, вероятный объем продаж, позиция в конкурентной борьбе, стартовые затраты);

финансовые (инвестиции в производство, потенциальный годовой размер прибыли, ожидаемая норма прибыли);

производственные (новые технологии, наличие персонала необходимой квалификации и численности, величина издержек);

организационные (пресечение злоупотреблений, эффективность работы профессиональных посредников и уровень развития инфраструктуры фондового рынка).

В общем виде критерии системы оценки эффективности регулирования фондового рынка представлены на рисунке 2.

В процессе управления фондовым рынком существенную роль играет оценка ликвидности ценных бумаг. Именно уровень ликвидности является важнейшим показателем развития рынка ценных бумаг, поэтому уровень ликвидности фондового рынка должен быть важнейшим показателем эффективности его регулирования.

Ликвидность ценных бумаг, являясь одним из показателей качества ценных бумаг, представляет собой их потенциальную способность в короткое время и без существенных финансовых потерь трансформироваться в денежные средства.

Мы исходим из того, что при оценке степени ликвидности тех или иных видов ценных бумаг можно использовать два основных критерия: время трансформации ценных бумаг в денежные средства и размер финансовых потерь инвестора, связанных с этой трансформацией.

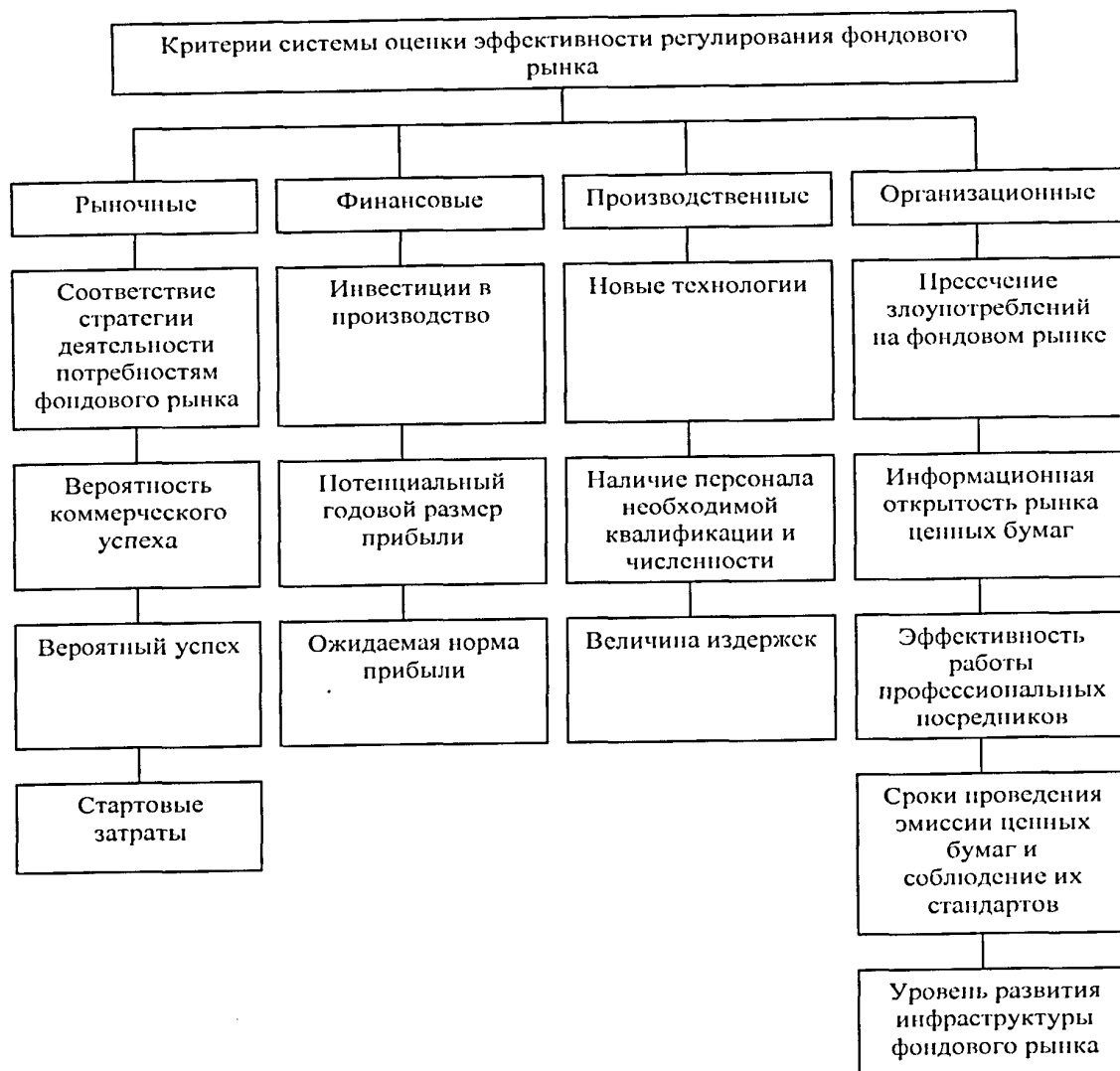


Рис. 2. Критерии системы оценки эффективности регулирования фондового рынка

По критерию затрат времени на реализацию отдельных видов ценных бумаг их ликвидность принято классифицировать следующим образом:

а) срочноликвидные ценные бумаги. К ним относятся ценные бумаги, которые могут быть трансформированы в денежную форму в течение 7 дней;

б) высоколиквидные ценные бумаги. Период трансформации таких ценных бумаг в денежные средства (возможный срок реализации) составляет от 8 до 30 дней;

в) среднеликвидные ценные бумаги. Такие ценные бумаги могут быть реализованы в срок от одного до трех месяцев;

г) слаболиквидные ценные бумаги. Срок возможной реализации таких ценных бумаг составляет свыше трех месяцев.

Оценка ликвидности ценных бумаг по времени реализации может быть произведена не только по отдельным видам ценных бумаг, но и по всему фондовому портфелю.

В этих целях рассчитываются следующие показатели:

а) доля срочноликвидных ценных бумаг в общем их объеме (D_c).

Расчет производится по формуле:

$$D_c = \frac{Ц_c \times 100}{Ц},$$

где $Ц_c$ - суммарная оценка стоимости срочноликвидных ценных бумаг;

$Ц$ - общий объем ценных бумаг;

б) доля слаболиквидных ценных бумаг в общем их объеме ($D_{сл}$).

Расчет осуществляется по формуле:

$$D_{сл} = \frac{Ц_{сл} \times 100}{Ц},$$

где $Ц_{сл}$ - суммарная оценка стоимости слаболиквидных ценных бумаг;

в) коэффициент соотношения быстро реализуемых и трудно реализуемых ценных бумаг (K_c). Он определяется по формуле:

$$K_c = \frac{Ц_c + Ц_v}{Ц_{ср} + Ц_{сл}},$$

где $Ц_v$ - суммарная оценка высоколиквидных ценных бумаг; $Ц_{ср}$ - суммарная оценка среднеликвидных ценных бумаг.

Чем выше значение этого коэффициента, тем более ликвидным считается фондовый портфель.

Оценка ликвидности ценных бумаг по уровню финансовых потерь производится на основе анализа отдельных видов финансовых потерь и затрат. К финансовым потерям, вызванным трансформацией ценных бумаг в денежные средства, можно отнести, например, частичную потерю

первоначальных вложений капитала в связи с продажей ценных бумаг в период низкой их котировки.

К финансовым затратам, связанным с ликвидностью ценных бумаг, относится, например, комиссионное вознаграждение посредникам.

Оценка ликвидности ценных бумаг по уровню финансовых потерь осуществляется путем соотнесения суммы этих потерь и объема ценных бумаг.

Финансовые потери в процессе трансформации ценных бумаг в денежные средства можно считать низкими, если их уровень к объему ценных бумаг не превышает 5%; средними, если этот показатель колеблется в пределах 6-10%; высокими - если он составляет 11 -20% и очень высокими, если этот уровень превышает 20 процентов.

Важное значение оценки ликвидности ценных бумаг обусловлено необходимостью ее проведения в процессе изменения стратегии и тактики деятельности государства на фондовом рынке, реинвестирования средств в более выгодные активы, выхода из неэффективных инвестиционных программ и проектов.

8. Важным направлением государственной политики по отношению к фондовому рынку, несомненно, должна быть экономическая поддержка эмитентов в проведении первых публичных эмиссии. В этом плане мы полностью разделяем точку зрения Сизова Ю.¹

Наглядным подтверждением этого служит тот факт, что, несмотря на явный инвестиционный "голод" в реальном секторе, количество самостоятельно вышедших на рынок облигаций российских компаний измеряется лишь долями процента от их общего числа.

Расчеты показывают, что при существующих фиксированных издержках на проведение и размещение эмиссии корпоративных облигаций порог ее рентабельности составляет примерно 250-300 млн. руб. При этом

¹ См. Сизов Ю. Актуальные проблемы развития российского фондового рынка // Вопросы экономики. – 2003.- №7. – с. 39.

размер займа не должен быть больше 10-15% объема реализации предприятия. Только в таком случае компания может достаточно быстро аккумулировать необходимые средства при возможных неблагоприятных условиях. Следовательно, объем реализации компании должен превышать 2,5 млрд. руб. Этому условию в России соответствуют не более 200 крупнейших предприятий. Остальным компаниям в процессе привлечения средств с помощью эмиссии корпоративных облигаций требуется государственная поддержка. Опросы руководителей компаний показывают, что издержки в ходе первой публичной эмиссии достигают 4-6% от объема выпуска. Поэтому поддержка со стороны государства в виде субсидий и компенсаций зачастую оказывается крайне необходимой.

Структура облигационного рынка по отраслям промышленности свидетельствует о том, что не испытывают недостатка в средствах на подготовку эмиссий экспортоориентированные предприятия сырьевого сектора, энергетические и финансовые компании. Что касается предприятий, ориентированных на внутренний спрос (а таких в России большинство), то среди заемщиков на облигационном рынке они представлены незначительно.

При этом на самом деле прямая государственная поддержка этим предприятиям за счет государственного бюджета все еще оказывается. По данным Госкомстата РФ в настоящее время бюджетные средства всех уровней в общем объеме инвестиций в основной капитал предприятий составляют примерно 20% (около 9 млрд. долл. в год). Они практически безвозвратно направляются в основные фонды предприятий как через региональные бюджеты, так и в соответствии с общефедеральными программами. Данных об оценке эффективности подобных инвестиций нет, но, учитывая весьма скромные финансово-экономические показатели предприятий, которым оказывается такая государственная поддержка, можно сделать вывод о том, что она в среднем невысока.

Оказание предприятиям бюджетной поддержки в процессе выхода на фондовый рынок позволяет контролировать эффективность вложения государственных средств. Для этого требуется соблюдение двух условий:

- средства на подготовку эмиссии должны предоставляться тем предприятиям, которые принимают на себя обязательство освоить их, обеспечивая установленный специальным соглашением уровень эффективности (далее расходование средств и результат их использования следует контролировать государственным органам);

- бюджетная эффективность должна дополнительно повышаться за счет возвратности средств (предприятию оказывается поддержка в наиболее сложный период – на этапе привлечения ресурсов с рынка ценных бумаг; после завершения инвестиционного проекта, профинансированного таким способом, оно получает прибыль и возвращает средства в бюджет).

Бюджетная поддержка на этапе проведения первой эмиссии должна содействовать балансу между ожиданиями инвесторов по поводу доходности финансовых инструментов и возможностями эмитента ее достичь. На рисунке 3 показаны условные линии спроса и предложения финансовых инструментов. Если доходность, которую способен самостоятельно обеспечить эмитент (точка 1), недостаточна для того, чтобы заинтересовать нужное число инвесторов и мобилизовать средства, необходимые для реализации инвестиционного проекта, то размеры государственной поддержки должны быть такими, чтобы переместить точку рыночного равновесия вправо до требуемого значения (точка 2).

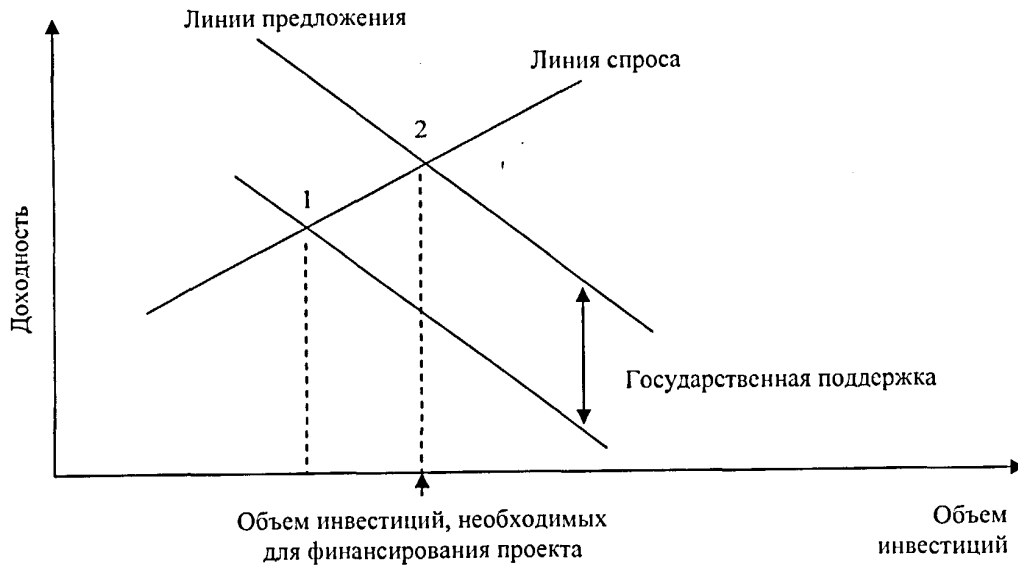


Рис. 3. Рыночное равновесие при торговле финансовыми инструментами

Как известно, в 2001 г. в Москве был начат эксперимент, предусматривающий экономическую поддержку предприятий в процессе выхода на фондовый рынок, участниками которого являются уже семь предприятий. Первыми компаниями, осуществившими публичную эмиссию облигаций в рамках эксперимента, стали три предприятия разных отраслей: зеленоградский завод «Микрон» (привлек 150 млн. руб.), Московский комбинат хлебопродуктов (900 млн. руб.) и обувная фабрика «Парижская коммуна» (300 млн. руб.). Помимо банков и пенсионных фондов покупателями облигаций стали физические лица, в том числе члены трудовых коллективов предприятий, которые приобрели около 10% от объемов выпусков. Практика показывает, что точка рыночного равновесия при размещении облигаций на организованном рынке обычно достигается, если бюджет берет на себя выплату инвесторам от 1/2 до 2/3 купонного дохода по долгосрочным облигациям предприятий.

Характерно, что развертывание эксперимента сразу привело к снижению процентных ставок: «Микрон» привлек деньги почти под 27% годовых, Московский комбинат хлебопродуктов - под 25%, «Парижская коммуна» - под 24%, а следующий участник эксперимента - АО «Промиф» -

уже под 19%. Подобный эффект заметен и в динамике котировок облигаций этих эмитентов. Так, купонный доход по выпуску «Микрона» при размещении в октябре 2001 г. был определен на уровне 26,67%. К апрелю доходность облигаций составляла 21,35% годовых, а к концу октября 2002 г. - уже 18,48%. То есть за год требуемый рынком уровень доходности по долгосрочным облигациям снизился на 40%. Доходность облигаций «Парижской коммуны» в октябре 2002 г. составляла 18,52%, что более чем на 20% ниже ставки первого купона. Безусловно, в прошедшем году в целом на рынке процентные ставки снижались, однако столь значительное уменьшение доходности облигаций московских эмитентов нельзя объяснить только этим. Например, если доходность облигаций «Микрона» с апреля 2002 г. снизилась на 13,5%, то доходность аналогичных облигаций АО «Калина» - менее чем на 5%, а АО «Татнефть» - даже возросла. Следовательно, корпоративные облигации с бюджетной поддержкой рынок оценил положительно.

В ходе эксперимента на примере АО «Промиф» с объемом эмиссии в 20 млн. руб. была отработана схема привлечения "длинных" пенсионных денег в небольшие проекты. Опросы показали, что управляющие компании негосударственных пенсионных фондов, оценив преимущества облигационных выпусков с бюджетным участием, готовы рассматривать подобные предложения и от других московских эмитентов. Значит, долгосрочные инвестиционные ресурсы, привлекаемые с помощью эмиссии корпоративных облигаций, могут быть доступны даже небольшим и неизвестным ранее на фондовом рынке предприятиям.

В настоящее время практика бюджетного стимулирования выхода предприятий на фондовый рынок начинает развиваться не только в Москве. Первый проект выпуска облигаций регионального предприятия в Центральном федеральном округе - эмиссия облигаций ОАО «Липецкий металлургический завод «Свободный Сокол», которое привлекает 350 млн. руб. под 18% годовых.

Важно, что в отличие от прямого государственного финансирования предприятий бюджетные инвестиции с использованием схемы эмиссии облигаций составляют не более 5% привлеченных средств. Таким образом, ежегодно выделяемых предприятиям из государственного бюджета 9 млрд. долл. достаточно, чтобы привлечь в реальную экономику 180 млрд. долл.

Формирование цивилизованного фондового рынка в современных условиях – это коллективная работа всех его составляющих: эмитентов, посредников, инвесторов, законодателей, основанная на законности, взаимном понимании и при активном участии государства.

Прямое государственное вмешательство в функционирование фондового рынка позволит обеспечить предприятия (фирмы, корпорации) источниками финансирования своего развития, не зависящим от возможностей бюджета, и сэкономить его средства для выполнения основной задачи – финансирования социальных программ.

3.2. Улучшение государственного регулирования рисков на фондовом рынке

Серьезным недостатком работы государственных органов регулирования фондового рынка является отсутствие контроля за рисками. Уровень рисков на российском рынке в настоящее время чрезвычайно высок, что обусловлено слабостью законодательной и нормативной базы, недостаточным развитием механизмов регулирования и отсутствием полностью завершенной государственной системы защиты прав и интересов инвесторов.

Действующая сейчас государственная система защиты мелких инвесторов ориентирована только на работу с вкладчиками, которые пострадали в результате мошеннических действий организаций, не имевших лицензии для работы на фондовом рынке. Однако ответственность государстве не может быть частичной, защищающей интересы не всех

инвесторов, а лишь тех, кто уже пострадал и понес прямые потери. Таким образом, в настоящее время отсутствуют гарантии безопасности инвестиций всех мелких вкладчиков. Они не защищены от риска полной или частичной потери средств. Наблюдается явный перекося в распределении рисков между участниками фондового рынка, причем отнюдь не в пользу инвесторов, что, естественно, не может послужить стимулом привлечения дополнительных инвестиций.

Любые действия на фондовом рынке сопряжены с массой самого различного рода рисков. Иногда даже утверждается, что на фондовом рынке торгуются не ценные бумаги, а риски. Это утверждение во многом справедливо, т.к. без рисков невозможно представить сам рынок. Но при этом каждый участник рынка, а особенно профессиональный участник, всегда стремится минимизировать риски, т.к. только в этом случае появляются шансы на получение дохода от операций с ценными бумагами.

Основная опасность финансового риска кроется в неустойчивости денежных потоков во времени. Недостаточное внимание к управлению рисками зачастую объясняется надеждой на естественное взаимопогашение рисков в различных операциях. Естественно предполагать, что его риск с течением времени нейтрализуется, выигрыши компенсируют проигрыши. Но статистические исследования показывают, что риск имеет тенденцию нарастать, лишая участника рынка надежды на естественное «хеджирование».

Все риски на фондовом рынке можно разделить на системные и несистемные. Системный риск – это риск падения или даже краха всего фондового рынка, риск изменения рыночных параметров: цен базовых активов (акций, облигаций и других ценных бумаг), срочных инструментов, параметров, отражающих активность рынка, и корреляций между ценами финансовых инструментов. Понятно, что такой риск имеют все без исключения ценные бумаги. Но такое развитие событий происходит на развитых рынках весьма редко. Иное дело – снижение фондового индекса на

5, 10 или даже 20%, когда курсовые цены многих или даже большинства ценных бумаг снижаются.

Системный риск, несомненно, связан с вполне объективными обстоятельствами. Системный риск – это определенность финансовых результатов в будущем, обусловленная неопределенностью самого этого будущего. Такое определение риска можно считать классическим. Оно показывает, что риск – это не некая категория, связанная с плотностью. В данном случае риск выражает степень неопределенности. Разумеется, риск может выражаться и количественно. Но в них нельзя включать риски, которые могут возникнуть в результате неправомερных или просто уголовных действий отдельных участников фондового рынка. Это особая категория рисков.

Некоторые исследователи полагают, что этот риск можно хорошо формализовать. Действительно, его природа позволяет строить модели, с помощью которых этот риск можно выразить количественно и достаточно эффективно оценить. Поэтому под риском часто подразумевается величина, которую можно выразить в цифровом виде или математической формулой.

Большую популярность приобрела методика Value at Risk (VAR), ставшая стандартом измерения системных рисков. Суть ее состоит в том, что, задавшись интересующим уровнем риска (или, что то же самое, доверительным уровнем – обычно 95-99%), можно получить для заданной рыночной ситуации величину денежной массы, которая с вероятностью покрывает возможные колебания цен портфеля.

Но вся беда заключается в том, что все те, кто пытался действовать на фондовом рынке в строгом соответствии с той или иной избранной, т.е. «наилучшей», формулой рано или поздно, а чаще всего очень быстро, несли такие потери, что в последующем использовали эти формулы лишь как подсобный аргумент. А все дело в том, что множество моделей рыночного риска и его меры основываются в явном или неявном виде на положениях математической статистики (теории вероятностей). А они требуют предельно

осторожного применения и исключительно корректной трактовки получаемых результатов. Так, одной из самых характерных ошибок является понимание и трактовка самой величины вероятности какого-либо события. Утверждается, к примеру, что данная формула дает представление о росте курса акций с вероятностью 95 или даже 99%. Это конечно, впечатляет. Но дело в том, что в соответствии с теорией вероятности можно обоснованно утверждать, что в 5 или 1% ожидаемое событие абсолютно точно не произойдет. При этом нет каких-либо оснований, что оно может и не случиться в 10, 20 или 20% и даже более случаев. Поэтому-то велико бывает разочарование тех, кто полагается на «вероятность» в 99%, а событие не происходит пять или десять раз кряду.

Основная причина ошибок кроется в кажущейся простоте методов математической статистики и особенно корреляционного и регрессионного анализов. Многие экономисты, применяющие методы математической статистики, полагают, что наиболее сложным и важным в расчетах является определение коэффициентов корреляции и параметров уравнения корреляционной зависимости (эмпирической формулы регрессии). Между тем это далеко не так. Расчет указанных показателей при использовании компьютеров не представляет каких-либо особых трудностей даже при исследовании многофакторных зависимостей с большим числом наблюдений. Значительно сложнее четко сформулировать цель этих расчетов, из множества взаимосвязанных или независимых факторов выбрать только те, которые действительно влияют на курс ценных бумаг, теоретически обосновать причинную связь между выбранными факторами (переменными) и определить форму этой связи, организовать сбор и обработку исходной информации, дать правильную оценку существенности (значимости) найденных коэффициентов корреляции и регрессии и полученных результатов.

Все дело в том, что эмпирическая формула зависимости курсов и рисков от характеристик ценных бумаг должна объясняться не только

статистически, но и экономически. Следовательно, недостаточно ссылаться на размер отклонений, нужно еще доказывать, что избранная формула адекватна объективно существующей зависимости. Это положение ярко формулирует Н.И. Дружинин: «...математическая формула только тогда получает реальное значение, когда она адекватна внутренним отношениям между видами. Математическую формулу, действительно, можно уподобить мельничному жернову, из-под которого нельзя получить пшеничную муку, если положить под него вместо зерна лебеду. Поэтому при подборе линии регрессий исследователь должен отчетливо представлять себе те внутренние отношения, которые могут определять корреляционную зависимость именно в данной, а не в иной форме... Но во всех случаях... он должен обосновать свой выбор соображениями, относящимися к самой природе изучаемой зависимости»¹.

Предотвращение или ограничение системного риска возможно только в том случае, если регулятор фондового рынка берет под свой контроль эффективность функций, выполняемых профессиональными участниками рынка, в первую очередь функций, связанных с возможными нарушениями интересов инвесторов. Все дело в том, что участники фондового рынка имеют больше возможности разделения рисков, которые обусловлены следующими обстоятельствами:

- профессиональные участники рынка ценных бумаг разделяют средства клиентов и собственные средства, тем самым предотвращая перевод собственных рисков на своих клиентов;

- обязательства профессиональных участников рынка ценных бумаг по отношению к клиентам не имеют жестких требований уплаты процентов, напротив, доходы клиентов зависят от поведения рынка, который усредняет риск;

¹ Дружинин Н.И. Основные математико-статистические методы в экономических исследованиях. – М.: Статистика, 1973. С. 126.

- активы профессиональных участников рынка размещены в ликвидных инструментах, что обеспечивает более широкие возможности управления риском ликвидности и делает невозможным развертывание общерыночного кризиса ликвидности;

- профессиональные участники рынка защищены от кризисов платежных систем коммерческими банками, которые принимают этот вид риска на себя.

Конечно, все эти обстоятельства должны быть четко отражены в законодательстве РФ, которое должно содержать внутренние механизмы, обеспечивающие предотвращение системных кризисов на фондовом рынке. При этом следует учитывать тенденции сближения финансовых систем различных стран. Эта тенденция унифицирует факторы системного риска и повышает его вероятность. Дело в том, что, во-первых, крупнейшие инвестиционные фирмы становятся все более международными и аффилированными с коммерческими банками и страховыми компаниями в рамках финансовых конгломератов. Это тоже повышает системный риск. Во-вторых, участники фондового рынка, наряду с банками и страховыми компаниями, вовлекаются в процесс укрупнения. В-третьих, в настоящее время формируется единое экономическое пространство, идеально подходящее для глобализации рисков.

Все эти факторы, несомненно, способствуют усилению системного риска. Именно поэтому задача его минимизации становится одной из главных целей регулирования фондового рынка.

Все иные риски, с которыми сталкиваются операторы фондового рынка, а, следовательно, и инвесторы, относятся уже к несистемным, которые представлены на рис. 4.

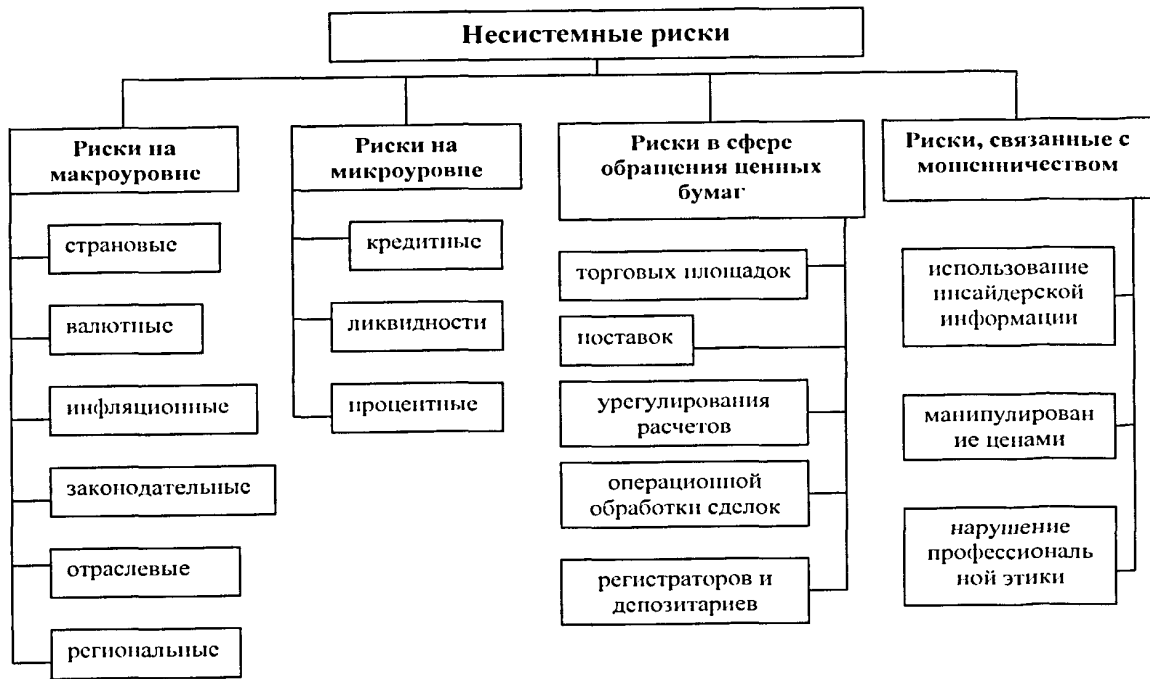


Рис. 4. Несистемные риски.

На макроуровне к несистемным рискам относятся:

- **страновые** - риски и вложения в ценные бумаги страны с определенным политическим, социальным и экономическим положением, которые весьма резко дифференцируются по соотношению ожидаемого дохода от инвестиций в те, или иные страны;
- **валютные** - риски обесценения вложений в ценные бумаги в связи с изменением валютных курсов;
- **инфляционные** – риски, которые связаны обесценением денежных вложений в ценные бумаги, когда их доходность не перекрывает потери от инфляций;
- **законодательные** – риски потерь от вложений в ценные бумаги, которые могут появиться с принятием новых законодательных актов или существенных изменений действующего законодательства, ведущие к сдвигам курсовых котировок ценных бумаг;

- отраслевой и региональные - риски, которые связаны с низкодоходными или даже убыточными вложениями в ценные бумаги кризисных отраслей и регионов.

На микроуровне к несистемным рискам относятся:

- кредитные, когда компании (эмитенты) долговых обязательств оказываются не в состоянии выплачивать процент по кредитам или даже основную сумму долга, иными словами, просто объявляют дефолт;

- риски ликвидности, которые связаны с невозможностью быстрой реализации ценных бумаг в необходимых объемах без потери их курсовой стоимости;

- процентные – риски потерь, которые могут понести инвесторы и даже эмитенты при неожиданном и резком изменении процентных ставок на рынке.

Несомненно, что указанные выше риски на макро- и микроуровне должны находиться под жестоким контролем государства и регулятора фондового рынка.

Как известно на риски на макро- и микроуровне брокеры, как и в случае с системными рисками, в полной мере повлиять не могут, но их долг заключается в том что они должны знать эти риски, правильно их оценивать и информировать об этом своих клиентов. Особенно это важно делать при розничной торговле ценным бумагам, где инвестором выступает чаще всего вовсе не компетентное лицо.

К несистемным рискам относятся и риски, связанные со сферой обращения ценных бумаг. Здесь речь идет прежде всего о рисках:

- технологических сбоев на фондовых биржах или во внебиржевых торговых системах, т.е. неспособности рассчитаться по залоговым средствам членов биржи;

- поставок, которые возникают при отказе контрагента поставить ранее проданные ценные бумаги или исполнить фьючерсные (форвардные) контракты;

- регулирования расчетов, операционной обработки сделок.

Все эти риски полностью или частично зависят от деятельности брокеров и дилеров.

Операторы рынка должны определять риски, которые несут в процессе своей деятельности, процедуры управления каждым видом риска, требования к раскрытию информации об управлении рисками, содержанию и периодичности внутреннего контроля за управлением рисками.

На развитых фондовых рынках страхование финансовых посредников является неперенным условием их деятельности. Поэтому разработку страховых продуктов для российских операторов рынка ценных бумаг следует осуществлять с учетом опыта, накопленного на западных рынках, а также опыта активно развивающегося в последние годы страхования в банковском секторе. И неперенным условием для разработки и внедрения механизмов страхования операторов рынка ценных бумаг должно быть повышение финансовой прозрачности их деятельности.

Страхованию в первую очередь должны подлежать *операционные риски*, к которым относятся:

- непреднамеренные ошибки, небрежность или упущения персонала или руководства оператора рынка;

- сбои в работе программно-технических комплексов и средств связи оператора рынка с клиентами и контрагентами;

- умышленные противоправные действия работников оператора рынка;

- совершение операций с поддельными (подложными) расчетными (платежными) документами, поддельными ценными бумагами, фальшивыми денежными знаками;

- уничтожение либо модификация информации в программно-технических комплексах оператора рынка или в электронных системах связи с контрагентами в результате неправомерного до ступа, противоправных действий, направленных на уничтожение информации (сбои в работе программно-технических комплексов, вирусы);

- перехват и изменение электронных сообщений и т.п.

Во внедрении страхования операторов рынка как механизма повышения их надежности существенная роль должна отводиться саморегулируемым организациям, которая состоит в:

- реализации механизмов взаимного страхования, позволяющих снизить сумму страхового взноса;

- участии в разработке методик определения страховой премии и страхового покрытия (совместно со страховыми компаниями и операторами рынка) в зависимости от размера собственных средств оператора рынка, объемов операций, видов профессиональной деятельности, сегментов рынка ценных бумаг, на которых работает оператор, используемых методов управления рисками, иных показателей, содержащихся в отчетности оператора рынка;

- проведении совместно со страховыми компаниями предстраховых инспекторских (сюрвейерских) проверок, что позволит снизить стоимость страховых продуктов. Технология подготовки и принятия решения о страховании (содержание заявления, методики расчетов страховой премии и страхового покрытия и др.) должна основываться на данных отчетности и внутреннего учета, установленных еще ФКЦБ России.

Наряду с активизацией практики страхования рисков операторов фондового рынка следовало бы привлечь их к участию в гарантийных (компенсационных) фондах, позволяющих ограничить возможные потери инвесторов, связанные с проблемами операторов рынка или их противоправными действиями. В таких фондах должны аккумулироваться средства, выделяемые операторами рынка в целях покрытия возможных убытков инвесторов, вызванных кризисными обстоятельствами либо неэффективным управлением денежными средствами и ценными бумагами клиентов.

К настоящему времени накоплен значительный международный опыт по созданию и функционированию компенсационных фондов. В частности, в США создана и эффективно функционирует достаточно сложная система,

позволяющая снизить нерыночные риски инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг и максимально смягчить их негативные последствия, особенно для частных инвесторов. Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги, созданная в США, является важной составной частью общей системы защиты прав инвесторов в этой стране.

Одним из принципов создания системы компенсационных фондов может стать объединение операторов рынка, осуществляющих однородные виды деятельности и имеющих однородные риски.

Разработка концепции таких фондов и их создание должны осуществляться при непосредственном участии саморегулируемых организаций операторов рынка. Создание компенсационных фондов предусматривается в качестве обязательного условия деятельности саморегулируемой организации, объединяющей операторов рынка ценных бумаг. Вместе с тем не исключается создание компенсационных фондов компаниями, работающими на различных сегментах рынка ценных бумаг, имеющими высокую заинтересованность в развитии рынка, в его совершенствовании, повышении безопасности и исключении системных рисков.

Источниками формирования гарантийных (компенсационных) фондов могут стать:

- добровольные взносы в фонд операторов фондового рынка, других организаций;
- суммы штрафов, взыскиваемых с операторов рынка - членов саморегулируемой организации в порядке, установленном ее регламентом (для фондов, создаваемых при саморегулируемых организациях рынка ценных бумаг).

Чтобы стимулировать создание компенсационных фондов, взносы в них должны признаваться в качестве затрат, связанных с осуществлением основного вида деятельности. Эти затраты должны относиться на

себестоимость и не учитываться при определении финансовых результатов до момента изъятия данных средств из компенсационного фонда.

Выплаты инвесторам из компенсационных фондов должны осуществляться быстрее, чем при страховании профессиональной деятельности операторов рынка.

Оператор рынка, несомненно, должен охватывать все сделки с финансовыми инструментами, при осуществлении и оформлении которых возникает операционный риск, производить его качественную и количественную оценку. При этом он обязан использовать метод оценки вероятности потерь и потенциальной их величины по отдельным факторам операционного риска.

На наш взгляд, было бы полезно ввести в обязанность операторов рынка представлять клиентам и контрагентам свою декларацию о рисках, которая должна содержать описание рисков и объяснение механизмов их возникновения, описание главных параметров, использованных во внутренней модели оценки рыночного риска, обзор принципов и процедур проверки моделей на реальных данных (бэктестинг), сведения о порядке раскрытия информации о системе управления рисками, используемых моделях управления, приемлемости таких моделей для широкого круга потребителей, например, на странице оператора в сети Интернет.

К несистемным рискам относятся и риски, связанные с деятельностью регистраторов, которые возникают ввиду их монопольного положения по учету прав собственности на ценные бумаги конкретных эмитентов. Это может приводить к ущемлению интересов акционеров, не связанных с руководством предприятий или владельцами крупных пакетов акций. Риск возникает также в случае непрозрачности операций в реестре и при умышленном проведении их в реестре с нарушениями законодательства в интересах менеджмента или группы акционеров. Имеют место, как известно, и факты появления параллельных реестров, потери реестров с последующим

имитируемым восстановлением по процедуре, определяемой вроде бы незаинтересованным менеджментом эмитента.

Таким образом, в сфере учета прав собственности на ценные бумаги сохраняется определенный уровень рисков нарушения прав инвесторов. В частности, для инвесторов сохраняется некоторый риск утраты прав собственности на принадлежащие им ценные бумаги, связанный с техническими ошибками или умышленными действиями регистраторов.

Основной риск, связанный с деятельностью регистраторов, заключается в том, что до сих пор не исключена полностью возможность неправового изменения состава акционеров любого акционерного общества в результате утраты или внесения незаконных изменений в системы ведения реестра владельцев ценных бумаг.

Следует иметь в виду, что регистраторы являются институтом, на который оказывается наиболее сильное давление противоборствующими сторонами в процессах передела собственности. Все дело в том, что регистратор является эксклюзивным обладателем оперативной информации о составе акционеров акционерного общества и текущих изменениях в их структуре.

Из сказанного выше можно сделать вывод о том, что деятельность регистраторов от разного рода внешних воздействий в значительной мере связана с их финансово-экономической независимостью. Другими словами, их доходы, рентабельность работы должны позволять регистраторам быть независимыми.

Для снижения рисков, связанных с деятельностью регистраторов, следует:

- повысить требования к собственному капиталу регистратора. Размер его капитала во многом определяет как программно-техническое обеспечение регистратора, так и возможность покрытия ущерба, причиненного в случае его неправомерных действий.

При определении требований к собственному капиталу регистраторов необходимо исходить из того, что его размер должен позволять не только начать осуществление деятельности регистратора, но и обеспечивать участие регистратора в механизмах страхования и банковских гарантий;

- усовершенствовать нормативно-правовую базу, установить максимально жесткую регламентацию действий регистратора при проведении операций, создавая, таким образом, условия, при которых у него не будет возможности манипулирования ситуацией;

- признать страхование регистраторских рисков обязательным условием осуществления профессиональной деятельности по ведению реестров владельцев ценных бумаг. При этом следовало бы ввести минимальный размер обязательного страхования, список рисков, подлежащих страхованию, и ответственность перед третьими лицами.

К несистемным рискам относятся также риски, имеющие отношение к осуществлению депозитарной деятельности, в ходе которой осуществляется учет прав собственности на ценные бумаги. Это риски, которые связаны с:

- обеспечением условий хранения и перевозки документарных ценных бумаг, сохранностью первичных документов и информации на бумажных и электронных носителях;

- возможным прекращением депозитарной деятельности из-за убыточности депозитария или ухудшения финансового положения компании в целом;

- утерей, уничтожением или порчей документарных ценных бумаг, первичных и операционных документов, а также учетных регистров депозитария в результате форс-мажорных обстоятельств и др.

Следовательно, со стороны регулятора фондового рынка необходимы шаги, направленные на более четкую регламентацию деятельности депозитария в зависимости от выполняемых им функций, конкретизация требований к депозитарию как институту учетной системы и усиление надзорных функций.

Эти шаги, на наш взгляд, должны быть направлены, во-первых, на создание условий для роста капитализации и стоимости бизнеса депозитариев. Это требуется для их технологической модернизации и снижения операционных рисков. Кроме того, повышение собственного капитала создаст предпосылки для компенсации потерь инвесторов, возникших вследствие нарушений со стороны депозитариев. Рост капитализации является также условием для признания отечественных депозитариев ответственными хранителями, что будет способствовать концентрации депозитарных операций на территории Российской Федерации и, соответственно, предотвращению перемещения операций с ценными бумагами за пределы России.

Для снижения операционных рисков расчетных депозитариев целесообразно установить более высокие требования к размеру их собственного капитала, повысить контроль за вносимыми изменениями как в депозитарные условия, так и во внутренние процедуры депозитария. Повышение требований к собственному капиталу будет способствовать не только снижению рисков деятельности отдельных институтов учетной системы, но и повышению качества конкуренции в этом сегменте рынка, а также ослаблению зависимости регистраторов от крупных клиентов-эмитентов. В целях снижения риска междепозитарных переводов следует обеспечить прозрачность проводимых операций путем введения специальной организации, контролирующей взаимные обязательства расчетных депозитариев и осуществляющей зачет встречных обязательств.

Во-вторых, со стороны регулятора фондового рынка должны быть предприняты меры по формированию системы компенсационных мер, направленных на покрытие возможных убытков в результате осуществления депозитарной деятельности. Речь здесь идет о:

- создании источников покрытия возможных убытков, т.е. специального резервного фонда, предназначенного для покрытия убытков в результате реализации рисков осуществления депозитарной деятельности;

- участия в совместных страховых и гарантийных фондах, предназначенных для покрытия убытков в результате реализации рисков осуществления депозитарной деятельности;

- введении системы обеспечения и страхования рисков: получение гарантий и поручительств третьих лиц; страхование сертификатов ценных бумаг, имущества депозитария и собственно рисков осуществления депозитарной деятельности; страхование рисков, связанных с совмещением различных видов деятельности на рынке ценных бумаг.

Важным фактором, определяющим уровень рисков инвестиций в корпоративные ценные бумаги, остается неточность или неадекватность информации об элементе.

Вместе с тем действующий в настоящее время перечень требований к составу и объему раскрываемой информации, а также способам ее раскрытия нуждается в пересмотре. Некоторые из обязательных требований по составу информации могут нанести вред коммерческой деятельности компаний. В связи с этим нужно сократить общий объем раскрываемой информации, особенно для закрытых акционерных обществ. В то же время требуется дополнить перечень рядом существенных для принятия инвестиционных решений сведений, в частности информацией об исполнении обязательств по корпоративным облигациям с указанием причин задержки погашения или иных действий, не соответствующих условиям выпуска облигаций. Несомненный интерес для инвесторов представляет размер реально выплаченных дивидендов по акциям и процентов по облигациям, т.е. история доходов по ценным бумагам эмитента. Большой детализации заслуживает информация о структуре акционеров: так, представляется целесообразным выделять долю нерезидентов и долю частных лиц, а также раскрывать информацию об истории изменения долей крупных акционеров. Перечень раскрываемой информации следует также максимально приблизить к запросам финансовых консультантов и брокеров, готовящих регулярные исследования для своих клиентов.

Таким образом, требуется дальнейшее совершенствование способов раскрытия информации на фондовом рынке. Задержки в раскрытии информации и отсутствие эффективной процедуры, гарантирующей ее поиск и получение, приводят к тому, что подлежащая раскрытию информация зачастую превращается фактически в инсайдерскую и используется обладающими ею лицами для достижения собственных корыстных интересов.

Проблемой, тесно связанной с незаконным использованием инсайдерской информации, являются недостатки регулирования отношений с участием аффилированных лиц. Аффилированные лица составляют группу, которая обычно располагает инсайдерской информацией и может ее использовать или передавать другим. Следовательно, контроль за инсайдерской торговлей организации на рынке ценных бумаг в первую очередь предполагает контроль за действиями аффилированных лиц этой организации.

Отношения с участием аффилированных лиц требуют тщательного регулирования. Данные вопросы к антимонопольному законодательству имеют лишь косвенное отношение. Непосредственным же образом они касаются корпоративного законодательства и законодательства о рынке ценных бумаг, в которых в настоящее время сосредоточено регулирование отношений с участием аффилированных лиц. При этом такое регулирование должно быть общим для организаций всех организационно-правовых форм.

3.3. Совершенствование системы налогообложения на фондовом рынке

Система налогообложения является важным фактором эффективного функционирования и развития фондового рынка. Существенное продвижение в создании эффективной системы налогообложения на фондовом рынке было осуществлено с принятием второй части Налогового

кодекса РФ и, в частности главы 25 НК РФ, тем не менее, налогообложение операций на фондовом рынке еще далеко от совершенства.

В частности, в качестве конкретных примеров можно привести следующие проблемы налогообложения инвестиционной деятельности:

- обложение налогом на добавленную стоимость инвестиционных операций институциональных инвесторов и иных субъектов предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг, что делает менее привлекательными операции на фондовом рынке в сравнении с банковскими продуктами;
- так, в России до сих пор существует налог на эмиссию ценных бумаг (0,8% от номинала выпуска);
- многократность налогообложения текущего дохода от инвестиций (дивидендов, процентов) при использовании инвестиционных механизмов, предлагаемых институциональными инвесторами (дивиденды выплачиваются эмитентом из прибыли, а затем облагаются налогом по ставке 6% у получателя доходов);
- налогообложение прибыли в части, направляемой на инвестирование;
- доходы, получаемые с помощью такого инструмента коллективных инвестиций, как инвестиционные фонды, также подлежат двойному налогообложению. В большинстве стран правительства стремятся стимулировать вклады населения в инструменты коллективных инвестиций, и поэтому устанавливают в их отношении льготные режимы налогообложения.

Прямое игнорирование экономической основы различных финансовых операций при определении режима их налогообложения многократно усилило имевшие место перекосы в развитии банковской сферы и фондового рынка.

Все это приводит к тому, что особой формой государственной поддержки фондовой торговли должен стать дифференцированный подход в

налоговой политике, которая призвана стимулировать долгосрочные инвестиции в акции и облигации и перераспределять налоговое бремя в сторону спекулятивного дохода. Налоговая политика должна быть направлена также на поощрение вложений, осуществляемых частными лицами, побуждение эмитентов к уплате дивидендов, поддержание платежеспособного спроса на ценные бумаги российских компаний, сглаживание возрастающей динамики рыночных цен в краткосрочном периоде.

При налогообложении участников фондового рынка необходимо учитывать следующие фундаментальные принципы:

- применение идентичных налоговых режимов к однородным инструментам рынка, налогообложение реальных, а не номинальных доходов инвесторов;

- безусловный вычет для целей налогообложения убытков из прибылей по операциям с однородными финансовыми инструментами, объединенными общим налоговым режимом;

- сальдирование для целей налогообложения финансовых результатов от основной деятельности и от операций с финансовыми инструментами (включение процентов по займам в себестоимость и др.)

- устранение многократного налогообложения и отказ от введения налогов с оборота ценных бумаг;

- применение единого понятийного аппарата;

- унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового рынка;

- введение льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции инфраструктурного обеспечения рынка.

Основные доходы по операциям с ценными бумагами делятся на два вида (рис. 5.).

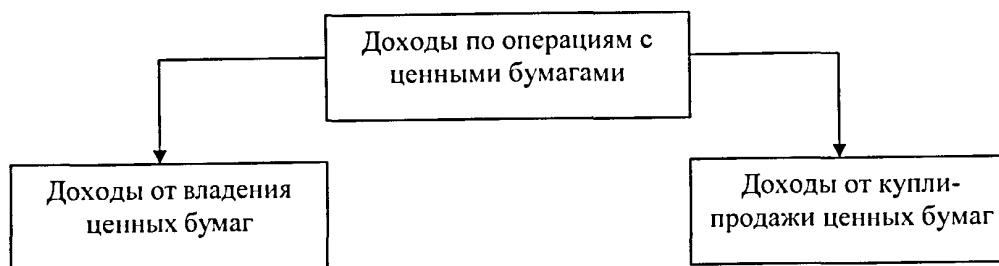


Рис. 5. Основные виды доходов по операциям с ценными бумагами

Для определения налоговой базы учет доходов осуществляется отдельно по каждой категории ценных бумаг:

- ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке;
- ценные бумаги, не обращающиеся на организованном рынке;
- ценные бумаги, не обращающиеся на организованном рынке, которые на момент их приобретения отвечали требованиям, установленным для ценных бумаг, обращающихся на организованном рынке;
- инвестиционные паи паевых инвестиционных фондов;
- ценные бумаги, операции с которыми осуществляет доверительный управляющий.

Доходы налогоплательщика от операций по реализации или иного выбытия ценных бумаг (в том числе погашения) определяются, исходя из цены реализации или иного выбытия этих ценных бумаг, а также суммы накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченного налогоплательщику покупателем и суммы процентного (купонного) дохода, выплаченного налогоплательщику эмитентом (векселедателем) этих ценных бумаг. При этом в доход не включаются суммы процентного (купонного) дохода, ранее учтенные при налогообложении. Определенная таким способом сумма доходов налогоплательщика может быть увеличена, если цена сделки не удовлетворяет условиям, на основании которых она может быть признана рыночной ценой.

С 2002 года порядок определения и признания убытка по ценным бумагам изменился. Все ценные бумаги разделены только на две категории — обращающиеся и не обращающиеся на ОРЦБ, не предусматривающие никакого дальнейшего деления. Ценные бумаги признаются обращающимися на организованном фондовом рынке только при одновременном соблюдении следующих условий:

- они допущены к обращению хотя бы одним организатором торговли, имеющим на это право в соответствии с национальным законодательством;

- информация об их ценах (котировках) должна публиковаться в средствах массовой информации (в том числе в электронных СМИ) либо может быть представлена организатором торговли или иным уполномоченным лицом любому заинтересованному лицу в течение трех лет после даты совершения операции с этими ценными бумагами;

- в случаях, когда это предусмотрено национальным законодательством, по ним должна рассчитываться рыночная котировка.

Соответственно, ценные бумаги, не удовлетворяющие хотя бы одному из трех перечисленных условий, считаются ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг.

Особые правила признания цены сделки рыночной ценой предусмотрены для сделок с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг. При таких сделках законодатель предлагает сравнивать цену сделки с ценами сделок с аналогичными (идентичными, однородными) ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг.

Применительно к рассматриваемому случаю, по мнению соискателя, идентичными, по-видимому, можно признать ценные бумаги, которые эмитированы одним и тем же эмитентом, которые закрепляют одинаковую совокупность имущественных или неимущественных прав и которые имеют равные объемы и сроки осуществления указанных прав.

Если для ценной бумаги, не обращающейся на организованном рынке ценных бумаг, не удастся найти аналогичную ценную бумагу, обращающуюся на организованном рынке ценных бумаг, то для проверки цены сделки с этой ценной бумагой определяется расчетная цена на дату заключения сделки, учитывающая конкретные условия сделки, особенности обращения ценной бумаги и иные показатели.

В частности, для определения расчетной цены акции может быть использована стоимость чистых активов эмитента, приходящаяся на одну акцию, а для определения расчетной цены долговой ценной бумаги, допускается использование рыночной величины ставки ссудного процента на соответствующий срок в соответствующей валюте.

Налогообложение дивидендов представляет собой действенный механизм стимулирования вложений в акции предприятий. Высокие ставки налогообложения доходов, полученных в виде дивидендов, сокращают привлекательность таких вложений.

В отечественной практике нам необходимо использовать положительный международный опыт налогового регулирования фондового рынка, связанный с разнообразными мерами по снижению налогообложения доходов акционеров: прибыли физических лиц от роста курсовой стоимости и дивидендов из налогооблагаемого дохода (Бельгия); предоставление им налогового кредита в объеме приобретения ценных бумаг (Испания) или в части полученных дивидендов (Италия, Канада, Франция, Финляндия); исключение из объектов налогообложения инвестиций в венчурные компании (Великобритания) (как правило, такие компании функционируют в области новых технологий и отличаются повышенным риском); введение значимого необлагаемого минимума при налогообложении дивидендов (Япония, Люксембург) в прибыли от роста курсовой стоимости ценных бумаг (Германия, Канада, Франция); введение «акций, дающих налоговые преимущества», предназначенных для выпуска в приоритетных отраслях экономики (Бельгия); освобождение от налога на прибыль от роста курсовой

стоимости при инвестициях в акции сроком более трех лет (Дания) или более года (Люксембург); вычет из дивидендов процентов по кредиту, взятому для приобретения акций (Япония); вычет из налогооблагаемого дохода части дивидендов, полученных от отечественных компаний, рынок акций которых низколиквиден и требует развития (Люксембург, Новая Зеландия); полная отмена налога на прибыль от роста курсовой стоимости (Нидерланды).

В России общая тенденция снижения налоговой нагрузки на предприятия в части налогообложения доходов, характерная для этапа введения в действие НК РФ, отразилась и на порядке налогообложения дивидендов. Помимо снижения ставки налога на такие доходы до 6% с 01 января 2002 года был введен механизм, позволяющий избежать двойного налогообложения дивидендов, получаемых юридическими лицами.

При этом сумма налога, подлежащая удержанию из доходов налогоплательщика-получателя дивидендов, исчисляется налоговым агентом исходя из общей суммы налога и доли каждого налогоплательщика в общей сумме дивидендов.

Исчисление общей суммы налога можно представить в виде следующей формулы:

$$\text{ОСН} = (\text{Доб} - \text{Дин} - \text{Дп}) \times 6\%, \text{ где}$$

ОСН - общая сумма налога;

Доб - вся сумма начисленных в текущем налоговом периоде дивидендов;

Дин - сумма дивидендов, начисленная в текущем налоговом периоде иностранным организациям и физическим лицам, не являющимся резидентами РФ;

Дп - дивиденды, полученные в текущем (предшествующем) налоговом периоде самим налоговым агентом от иных организаций;

Таким образом, благодаря устранению двойного налогообложения дивидендные доходы, полученные самим источником выплат от участия в других организациях, освобождаются от уплаты налога при повторном

распределении прибыли. Такое снижение налоговой нагрузки является важным элементом налогового стимулирования вложений в акции предприятий, в частности, прямых стратегических инвестиций.

Целесообразно также освободить инвесторов — физических лиц от налога, взимаемого с дивидендов по акциям в случае реинвестирования дивидендов. При этом можно использовать систему именных инвестиционных счетов граждан. Если владелец счета - получатель инвестиционного дохода принимает решение о реинвестировании своего вознаграждения, полученные им доходы следует освободить от налогообложения. При отказе от реинвестирования налог должен быть уплачен (рис. 6).



Рис. 6 Схема действия именованного инвестиционного счета

В отличие от дивидендных выплат налог на процентные доходы по облигациям исчисляется и уплачивается в бюджет не эмитентом, а самим владельцем ценных бумаг. Налоговые ставки и порядок налогообложения доходов существенно отличаются в зависимости от того, кто является эмитентом облигаций: государство или коммерческая структура.

Основной особенностью налогообложения доходов, получаемых по государственным и муниципальным облигациям, является то, что проценты по ним облагаются по пониженной налоговой ставке (15 %). Условия налогообложения процентов по государственным и муниципальным ценным

бумагам значительно более привлекательны для инвесторов, чем условия налогообложения процентных доходов по корпоративным облигациям.

На наш взгляд, в России следовало бы установить льготы на доходы физических лиц-инвесторов, получаемые от инвестиций в ценные бумаги. Необходимость этого подтверждает проведенный эксперимент в г. Москве.

С III квартала 1999г. до конца 2000г. в Москве был проведен эксперимент: введена льгота на доходы физических лиц, получаемые от инвестиций в ценные бумаги, приобретенные у профессиональных участников рынка ценных бумаг - участников эксперимента. Льгота распространялась на доходы, которые должны были поступать в бюджет города (согласно действовавшему на тот момент законодательству, в городской бюджет должно было поступать 100% соответствующего налога). Практически одновременно на канале "ТВ-Центр" была начата трансляция регулярной программы для частных инвесторов "Доходное место", а в городе развернута система фондовых центров, ориентированных на оказание фондовых услуг населению.

На протяжении периода действия льготы количество инвесторов - физических лиц, приобретающих ценные бумаги у участвующих в эксперименте профессиональных участников рынка, возросло с 10547 до 42758 человек. За период с III квартала 1999г. по II квартал 2000г. темп прироста частных инвесторов составил в среднем 24,75%. В дальнейшем, когда была принята новая редакция Закона г. Москвы от 14 июня 2000 г. "О льготах по подоходному налогу с физических лиц", прирост за квартал составил 101%. После введения в действие части второй Налогового кодекса РФ, *de facto* отменившей льготу на территории Москвы, количество инвесторов - физических лиц стало стремительно сокращаться. По сравнению с IV кварталом 2000г. темп снижения в I квартале 2001г. составил 8%, а во II квартале - уже 52%.

На рисунке 7 показано изменение суммарных объемов инвестиций физических лиц и объемов проводимых ими операций в поквартальном

исчислении. За все время проведения эксперимента (неполные 2 года) суммарный объем инвестиций вырос более чем в 5,5 раза, а объемы операций на вторичном рынке - почти в 35 раз. Это свидетельствует о том, что в сложившихся условиях население более склонно осуществлять на рынке ценных бумаг краткосрочные вложения, объемы которых растут почти в пять раз быстрее, чем долгосрочных. Однако и рост последних также довольно значителен.

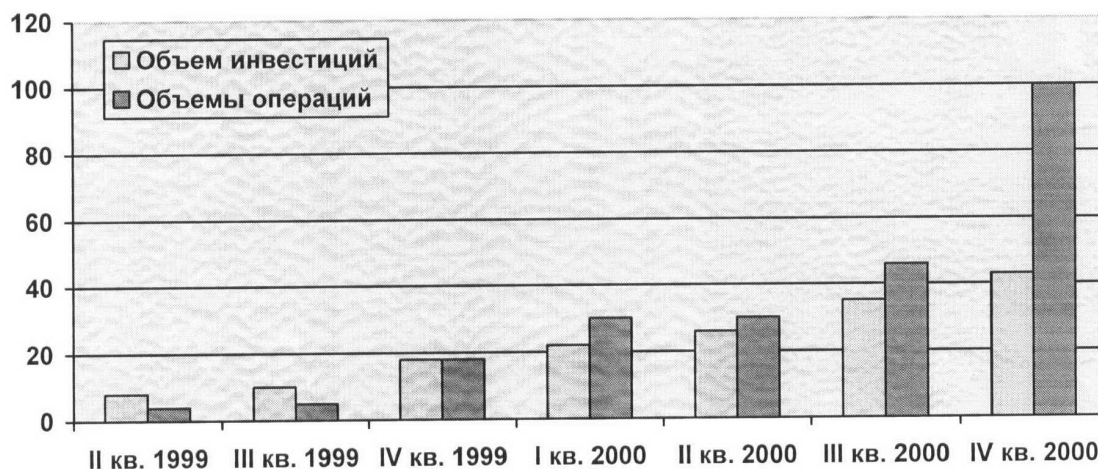


Рис. 7. Операции с ценными бумагами частных инвесторов (млрд. руб.)

Отметим, что тенденция к повышению динамики суммарного оборота инвесторов - физических лиц хорошо заметна в течение всего периода проведения эксперимента. Примечательно, что в IV квартале 1999 г. по сравнению с предыдущим кварталом относительный прирост рассматриваемого показателя составил 343%. Это можно охарактеризовать как психологическую реакцию частных инвесторов на принятие постановления правительства Москвы от 3 августа 1999 г. № 712 "О применении Закона г. Москвы от 24 марта 1999 г. № 10". Затем до конца IV квартала 2000 г. ежеквартальный прирост суммарного оборота происходил более умеренными темпами. Количественно оценить влияние налоговой льготы на величину спроса инвесторов с большой точностью не представляется возможным, так как абсолютный размер налоговой льготы в соответствии с действовавшим в рассматриваемый период времени

законодательством определялся также и другими доходами, получаемыми каждым инвестором (прогрессивная налоговая шкала). Кроме этого, следует учесть влияние дополнительных налоговых льгот, которыми могли бы воспользоваться различные категории населения в отсутствие специальной льготы, и пр. Согласно экспертным оценкам, доходность операций с ценными бумагами в результате введения в Москве специальной льготы возросла в среднем на 20%. Таким образом, ценовая эластичность суммарного объема долгосрочных инвестиций населения в данном случае превысила значение 22. Это полностью опровергает тезис о том, что интерес мелких отечественных инвесторов к рынку ценных бумаг практически отсутствует.

При этом было преодолено заблуждение в том, что государственный бюджет несет большие потери при предоставлении налоговых льгот физическим лицам, инвестирующим в отечественные ценные бумаги.

Несмотря на то, что физические лица в процессе эксперимента были освобождены от выплат в городской бюджет с получаемых на рынке ценных бумаг доходов, они уплачивали комиссионное вознаграждение за проведение операций профессиональным участникам рынка ценных бумаг. Последние вносили в бюджет налоговые платежи с соответствующей прибыли. В данном случае примечательно то, что резкий рост объемов операций позволил бюджету не только компенсировать потери от налоговых льгот, предоставленных непосредственно инвесторам, за счет налогов с профессиональных участников рынка, но и получить дополнительные бюджетные доходы. На рисунке 8 показана динамика изменения доходов консолидированного бюджета с разбивкой на поступления в федеральный и городской бюджеты.

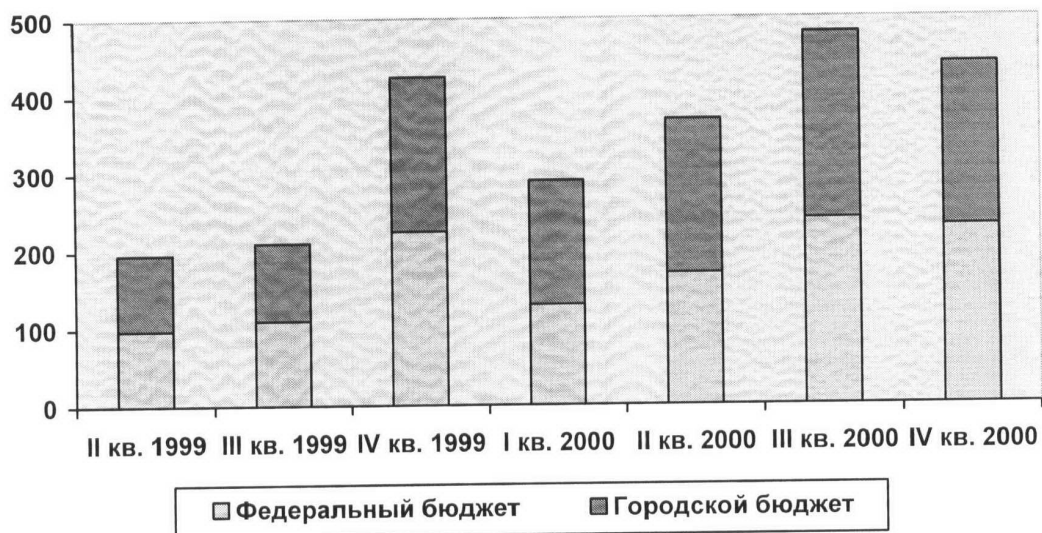


Рис. 8. Потоки налоговых платежей в бюджеты всех уровней (млн. руб.)

Льготные условия осуществления сделок с ценными бумагами обусловили рост суммарных налоговых отчислений в бюджет (включая налог на прибыль, НДС от реализации работ и услуг, налоги на пользователей автодорог и содержание жилищного фонда, налоги, удержанные с заработной платы сотрудников профессиональных участников рынка, и пр.). Следует отметить, что на протяжении всего эксперимента наблюдалась общая тенденция роста налоговых отчислений. В 1999 г. налоговые поступления в бюджет в среднем за квартал составляли 280 млн. руб., а в 2000 г. - 400 млн. руб. В целом изменение налоговых отчислений прямо зависело от изменений оборотов по сделкам инвесторов - физических лиц.

Сравним эти показатели с потенциальными потерями консолидированного бюджета от налоговой льготы. Годовая доходность российских ценных бумаг во II квартале 1999 г. находилась на рекордно высоком уровне. По данным инвестиционных фондов Templeton Russia и Lexington Troika Dialog Russia, средняя доходность ценных бумаг составляла 70% годовых. При налоговой ставке 20% с дохода и базе 7711 млн. руб. (общий объем инвестиций физических лиц во II квартале 1999 г.) налоговый поток от инвесторов - физических лиц за квартал равнялся бы:

$$7711 \times 0,2 \times 0,7 / 4 = 270 \text{ млн. руб.}$$

Таким образом, даже при самой благоприятной для налогообложения ценовой конъюнктуре на рынке, потенциальные потери бюджета от действия налоговой льготы в 1999 г. были ниже величины тех реальных дополнительных доходов бюджета, которые обеспечивала льгота, а в 2000 г. они были уже на 1/3 меньше.

Важное значение для налогоплательщика имеет возможность выбора метода формирования налоговой базы во времени.

С момента ввода в действие 25 главы НК РФ право выбора применяемого метода ограничено размером выручки. Такой подход по существу означает, что права выбора практически не существует и в своей деятельности профессиональные участники вынуждены применять накопительный метод (метод начисления), при котором доходом признаются все суммы, право на получение которых возникло у налогоплательщика в налоговом (отчетном) периоде независимо от того, получены ли они в действительности, а для определения произведенных затрат подсчитывается сумма имущественных обязательств, возникших в этом же периоде, независимо от того, произведены ли по ним выплаты.

Расходы организации при методе начисления признаются в том отчетном (налоговом) периоде, к которому они относятся независимо от времени фактической выплаты денежных средств.

При использовании метода начисления, начисленные, но не полученные проценты, подпадают под налогообложение. На наш взгляд целесообразно отменить предельный размер выручки, ограничивающий право выбора метода признания доходов и расходов и дать возможность устанавливать его на основании диспозитивного подхода, то есть предусматривающего возможность выбора.

Несвоевременность введения практически обязательного и повсеместного перехода участников рынка ценных бумаг на метод начисления до перехода на международные стандарты финансовой отчетности подчеркивается тем, что в НК РФ не прописан порядок внесения

корректировок к финансовому результату (МСФО 10 «События после отчетной даты»), если прибыль, рассчитанная по принципу начисления, фактически никогда не будет получена по кассовому принципу. На основании МСФО ее нужно корректировать в том периоде, когда этот доход был фактически получен.

Налоговая база и порядок исчисления налога на прибыль должны различаться для профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных организаций - участников рынка. Для учета особенностей расчета налоговой базы профессиональных участников рынка ценных бумаг, следует установить четкий перечень специальных затрат, производимых ими при осуществлении своей деятельности, выявить критерии для разграничения прямых и косвенных затрат, закрепить перечень нематериальных активов, амортизационные отчисления по которым принимаются в уменьшение налогооблагаемой базы, установить четкие критерии, применяемые в целях распределения косвенных затрат. Для стимулирования стратегических инвесторов следует установить, чтобы расходы, связанные с владением ценных бумаг и реализацией прав акционеров, уменьшали налогооблагаемую базу по операциям с ценными бумагами.

Размеры налоговых ставок и льгот по налогу на прибыль должны определяться, исходя из принципа идентичности налоговых режимов для однородных инструментов. При льготном налогообложении доходов по государственным ценным бумагам дискриминируются ценные бумаги корпоративных эмитентов.

В целях стимулирования эмиссионной активности целесообразно отменить налог на эмиссию ценных бумаг отечественных эмитентов, ставка которого (до 01.01.2004 г. - 0,8 %) увеличивает стоимость заимствований для эмитентов и делает размещение краткосрочных займов нерентабельным.

Инвесторы несут особые риски, возникающие из-за непрофессионализма обслуживающего персонала, нарушения технологий и стандартов, внутренних и внешних криминогенных факторов. Для

управления такого рода рисками, в мировой практике широко используются специальные компенсационные фонды.

На наш взгляд, профессиональные участники рынка ценных бумаг должны создавать компенсационный фонд, отчисляя страховые взносы, за счет которых, в случаях наступления неблагоприятных событий, инвесторам будут выплачены возмещения. В случае возникновения страховых случаев, инвесторы получали бы страховые выплаты (рис. 9).

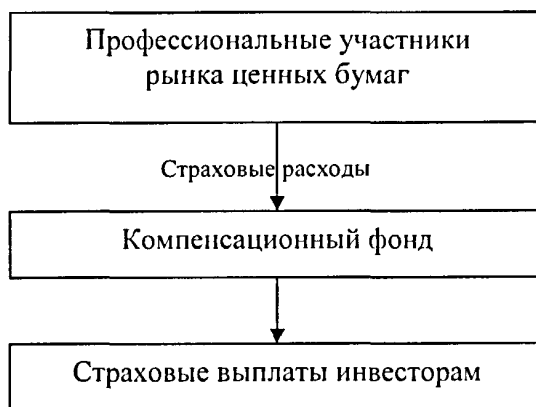


Рис. 9. Схема действия компенсационного фонда

Для организаций — участников компенсационных фондов отчисления в фонды следует учитывать в составе прочих расходов и принимать в расчет при исчислении налоговой базы по налогу на прибыль в пределах установленных нормативов. Размер таких нормативов можно было бы установить по аналогии с нормами обязательного резервирования, предусматриваемыми для коммерческих банков при формировании фонда обязательных резервов в Банке России. В качестве определяющего параметра можно установить как размер отчислений, так и вид ценных бумаг, в которые вложены денежные средства инвестора.

Выплаты компенсаций инвесторам следует включить в перечень видов доходов, не облагаемых налогом на доходы физических лиц, поскольку по экономическому содержанию такие выплаты к доходам, увеличивающим экономические выгоды налогоплательщика, не относятся.

Как известно, операции, связанные с обращением ценных бумаг, освобождены от обложения налогом на добавленную стоимость. Эта норма не распространяется на такие виды деятельности профессиональных участников фондового рынка как оказание брокерских, регистраторских, депозитарных и иных услуг. При осуществлении указанных видов деятельности облагаемым оборотом является сумма дохода, полученная в виде надбавок, вознаграждений и сборов, налог с которых уплачивается инвестором. Распространение освобождения от налога на добавленную стоимость на такие виды операций стимулировало бы развитие рынка ценных бумаг.

Следовало бы распространить нормы действующего налогового законодательства, освобождающие операции, связанные с обращением ценных бумаг, от обложения налогом на добавленную стоимость, на более широкий круг операций с ценными бумагами, при которых имеет место движение ценных бумаг без смены собственника и/или передача отдельных прав в отношении ценных бумаг, например, в случаях их передачи в доверительное управление ценными бумагами и кредитования ценными бумагами.

Положительный эффект имели бы мероприятия по стимулированию интереса компаний-эмитентов к развитию собственного рынка акций. В частности, установление налоговых льгот для тех эмитентов, которые платят повышенные дивиденды своим акционерам (например, включение дивидендов в затраты), поддерживают высокий уровень ликвидности рынка собственных акций и динамичный рост их котировок в долгосрочной перспективе, не сильно превышающий увеличение чистых активов и собственного капитала компании. Поднять привлекательность корпоративных облигаций в качестве источника финансирования капитальных вложений позволит включение средств, направляемых на уплату процентов в состав затрат компаний-эмитентов.

Эффективной поддержкой роста вторичных эмиссий могут стать налоговые льготы для тех инвесторов, которые вкладывают средства в новые выпуски акций, не связанные с переоценкой основных фондов.

Целесообразно также ввести налоговые послабления для компаний, которые осуществляют вторичные эмиссии акций для осуществления конкретных производственных проектов. В целом, использование тех или иных мер должно осуществляться с учетом интересов и акционеров, и эмитентов. Необходимо соблюдение баланса между применяемыми методами ограничения инвестиционной деятельности и ее поощрения.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фондовый рынок является одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели модернизации экономики и обеспечения экономического роста.

Мировая и отечественная практика доказывает, что полагаться исключительно на самоорганизацию фондового рынка на этапе его становления совершенно недопустимо. На Западе и в дореволюционной России инфраструктура фондового рынка формировалась под воздействием расширяющегося процесса акционирования. Возрастающие потребности в капитале заставляли эмитентов вести конкурентную борьбу за средства взыскательных в своем выборе инвесторов. В современной России рыночные механизмы, основанные на здоровой конкуренции, еще не укоренились, а инвестиционные потребности хотя и весьма велики, но не уравновешены возможностью получения инвесторами высоких доходов. Этот дисбаланс в системе финансирования реального сектора экономики можно устранить только путем усиления государственного контроля над целевой направленностью инвестиционных потоков.

Именно из-за слабости государственного контроля на российском фондовом рынке преобладают спекулятивные потоки. Дело в том, что, используя положение «генератора денег», фондовый рынок может генерировать фиктивный капитал «из воздуха». Обычный оборот капитала в экономике представляет собой так называемое «колесо Адама Смита», в котором деньги последовательно проходят все стадии кругооборота. На саморегулируемом фондовом рынке постоянно возникают внутренние, укороченные денежные обороты, происходящие главным образом между посредниками и не достигающие эмитентов. А это отрицательно сказывается на увеличении реального национального богатства. Наличие спекулятивных потоков на фондовом рынке позволяет использовать его в целях распределения продуктов труда независимо от личного вклада путем

искусственного манипулирования внутренними финансовыми потоками, смешивания фиктивного и реального капиталов. В результате это влечет за собой генерацию необеспеченных денег, нарушение торгового баланса и ускорение инфляции.

Для современной России весьма актуальной является парадигма активного государственного регулирования фондового рынка, которое не может ограничиваться только контролем за соблюдением требований законодательства профессиональными участниками данного рынка. Речь идет, по существу, об усилении государственного регулирования фондового рынка. Все дело в том, что отечественный фондовый рынок за 13 лет своего становления так и не превратился в эффективный механизм обслуживания инвестиционных нужд реальной экономики. Вполне очевидно, что для этого следует определить органами государственного управления и, прежде всего Правительством РФ стратегические пути становления и развития отечественного фондового рынка. При этом надо иметь в виду, что вмешательство государства в весьма чувствительный фондовый механизм должно быть строго ограничено рамками необходимости. Меры и степень воздействия государства на фондовый рынок должны быть научно обоснованы, а возможные реакции данного рынка на перспективу спрогнозированы с помощью методов экономико-математического моделирования.

В стратегическом плане нам необходимо сформировать отечественный фондовый рынок, который будет служить эффективным механизмом привлечения и перераспределения капитала в отечественной экономике, стимулировать внутреннюю инвестиционную активность и укреплять позиции страны на мировом рынке капитала. В тактическом плане нам необходимо перейти от «интравертного» рынка, который существует в виде инородного тела в экономике и работает сам на себя, к «экстравертному» рынку, обслуживающему потребности реального производства.

Отечественный фондовый рынок, с одной стороны, должен быть максимально открытым для массового инвестора, с другой – востребован как средство привлечения капитала эмитентами. С точки зрения финансового анализа его следует рассматривать как сложное переплетение двух процессов: накопление производительного капитала и получение доходов от его эксплуатации. Непосредственным объектом анализа здесь выступают финансовые потоки, характеризующие оба названные процессы. Основные элементы этих потоков формируются из показателей инвестиционных расходов и чистого дохода.

На развитии отечественного фондового рынка отрицательно сказываются многие нерешенные до сих пор проблемы, которые не позволяют превратить его в эффективно действующий механизм привлечения огромных масс инвестиций в реальный сектор экономики. Среди этих проблем следует особо выделить:

во-первых, отсутствие единого биржевого пространства. В настоящее время мы имеем несколько изолированных рынков, из-за чего происходит размывание ликвидности. Низкая ликвидность затрудняет доступ на рынок новых инвесторов и эмитентов. В результате мы имеем дело с высокими издержками при торговле ценными бумагами, которые препятствуют повышению капитализации отечественного фондового рынка, крупные корпорации при разработке планов по привлечению финансов ориентируются на западные рынки, считая, что на отечественных биржах просто тяжело «поднять» необходимый объем средств. Высокие затраты на рынке – одна из причин того, что IPO компании предпочитают проводить в Нью-Йорке, Лондоне, а не в России;

во-вторых, отсутствие инструментов борьбы с использованием инсайдерской информации. В течение длительного времени отечественный фондовый рынок является инсайдерским, на котором можно хорошо зарабатывать, получая заранее конфиденциальную информацию о длительности эмитентов или крупных инвесторов. Не случайно в России

укоренилось мнение, что плох тот инвестор, которому не «сливают» инсайд. Во всем мире, как известно, ведется жесткая борьба с подобного рода нечестными способами преумножения капитала. Что же касается российского законодательства, то в нем нет ни одной нормы, которая бы устанавливала запрет на использование инсайда и определяла, как противодействовать этому;

в-третьих, бюрократизм при регистрации эмиссий, который приводит к потере оперативности в процессе подготовки к выпуску ценных бумаг. Именно поэтому имеют место случаи, когда эмитенты, приняв решение о выпуске облигаций, получают все необходимые разрешительные документы лишь через месяц – два, в то время как конъюнктура долгового рынка кардинально изменилась, и размещать этот заем становится невыгодным. То же самое происходит и с регистрацией отчетов об итогах эмиссии акций или облигаций. В результате инвесторы могут приступить к торгам на вторичном рынке лишь через несколько недель после первичного размещения, когда интерес к бумагам уже поубавился;

в-четвертых, наличие института финансовых консультантов, т.е. обязательность для эмитентов, намеревающихся выпускать свои ценные бумаги на фондовый рынок, привлекать при подготовке эмиссии финансовых консультантов. Данные организации отбирались ФКЦБ по таким специфическим требованиям, что за год выполнить их смогли только 24 организации. При этом следует заметить, что основные заказы шли к «политически правильным» финансовым консультантам, близким к высоким чиновникам федерального уровня. К тому же необходимо иметь в виду, что сами финконсультанты, «проверяя» правильность информации, не дают инвесторам никаких гарантий по поводу того, что эмитент, скажем, не обанкротится через год. Но если гарантии и будут даны, то они ничего не значат, т.к. капитал финконсультантов намного меньше, чем долговые выпуски эмитентов;

в-пятых, отсутствие системы автоматического раскрытия информации. Как известно, осенью 2003 г. вступило в силу постановление ФКЦБ «О раскрытии информации эмитентами ценных бумаг», в соответствии с которым создан институт уполномоченных информагентств, на сайтах которых необходимо публиковать сведения о существенных фактах в деятельности российских компаний. Такими информагентствами стали «Интерфакс» и АК&М. При этом важными участниками процесса раскрытия информации стали те же злополучные финконсультанты, которые призваны проверять на достоверность публикуемую информацию, а также «стучать» на своих эмитентов, если последние нарушают установленную ФКЦБ процедуру. Форма же, в которой публикуется информация, далека от идеальной. Необходимо приложить значительные усилия, чтобы разобраться в том, о чем идет речь в сверхформализованных посланиях эмитентов. Неквалифицированные акционеры вряд ли что-то поймут в этой информации, а ведь инвесторы должны иметь легкий и быстрый доступ к сведениям. К тому же многие из сведений, предоставление которых требуется от эмитентов, не являются необходимыми. Слишком большое количество запрашиваемой информации при эмиссии ценных бумаг и излишняя ее формализованность влекут практическую нереальность самостоятельной регистрации эмиссии эмитентами без привлечения сторонних организаций, специализирующихся в сфере рынка ценных бумаг, которые обеспечивают прохождение документов посредством соответствующего финансового стимулирования чиновников;

в-шестых, слабая защита прав инвесторов и акционеров, покупающих эмиссионные ценные бумаги. Все дело в том, что в российском законодательстве ответственность эмитента и организатора выпуска не прописана. Они мало за что отвечают. Если же взглянуть на практику развитых стран, то там ответственность совета директоров эмитента и организатора выпуска довольно высокая. В большинстве стран члены совета директоров отвечают вплоть до уголовной ответственности за

предоставление неверной информации или сокрытие существенных фактов. В России этого нет;

в-седьмых, изъяны и противоречия в законодательстве Российской Федерации в отношении фондового рынка. Слишком много взаимоотношений на фондовом рынке регулируется не законами, а нормативными актами ФКЦБ. Комиссия сама устанавливала правила и сама требовала их исполнения.

При соответствующей институциональной организации фондового рынка, строгом государственном регулировании и контроле работы его профессиональных участников этот рынок сможет убедительно демонстрировать удобство, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики. Справедливо и то, что четко работающий фондовый рынок, несомненно, позволит российским корпорациям достаточно эффективно диверсифицировать имеющиеся у них накопления в инновации, вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, который сейчас находится у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

Пока что отечественный фондовый рынок представляет собой совершенно иной механизм. В сегменте государственных ценных бумаг заимствования осуществляются не для финансирования крупных проектов по развитию производства и его инфраструктуры, которые не могут быть осуществлены частным порядком, или хотя бы долевым участием в таких проектах, а для иных целей. Региональные облигационные займы осуществляются, как правило, для покрытия дефицита региональных бюджетов. Эту же роль выполняет и сегмент муниципальных ценных бумаг. Что же касается сегмента корпоративных облигационных заимствований, то он лишь частично работает на финансирование развития производства и практически всегда в рамках эмитентов идут на пополнение оборотных средств. Вторичные эмиссии корпораций все еще крайне редки, а доля инвестиций, поступающих в реальный сектор экономики за счет этих

эмиссий, составляет в общем объеме инвестиций в основной капитал доли процента. На фондовом рынке практически отсутствуют ценные бумаги, связанные с организацией принципиально новых производств, новых компаний.

Для того чтобы качественно изменилась роль фондового рынка в экономике России и он начал выполнять свои макроэкономические функции в части трансформации сбережений в инвестиции, обслуживающие реальную экономику, необходимо:

1. Включить отечественный фондовый рынок в «пакет» институциональных реформ, проводимых правительством РФ. При этом следовало бы:

- привести в порядок нормативно-правовую базу и устранить противоречия в законодательстве Российской Федерации в отношении фондового рынка, а Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) оперативно разобраться с наследством ФКЦБ в виде постановления о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, перевести основные правовые нормы, регулирующие фондовый рынок, из постановлений ФКЦБ в законы и покончить со всей «взяткоемкой» нормативной базой;

- передать саморегулируемым организациям (СРО) часть контрольных функций, которые связаны с разработкой стандартов профессиональной деятельности и деловой этики профучастников фондового рынка;

- выработать инструменты борьбы с использованием инсайдерской информации. ФСФР следует ускорить доработку законопроекта «Об инсайдерской информации» и внести полную ясность в вопросы борьбы с манипулированием ценами на отечественном фондовом рынке;

- отменить институт финансовых консультантов и постановление ФКЦБ по специалистам рынка ценных бумаг, которое создало очередную кормушку для некоторых институтов, вменив в обязанность специалистам

фондового рынка раз в три года проходить переподготовку и установив им своего рода «налог на профессию»;

- пересмотреть нормативы, регулирующие внутренний учет и отчетность профучастников фондового рынка, поскольку информационный поток огромен, а смысловая нагрузка практически отсутствует. При этом надо иметь в виду, что внутренний учет профучастника не только не способствует прозрачности его деятельности и не помогает ему и его клиентам, а, наоборот, всячески тормозит и мешает работе;

- создать единое биржевое пространство. Оно может быть создано путем передачи акций на единую Российскую фондовую биржу, в уставной капитал которой вошли бы акционеры всех существующих площадок, либо через появление единого депозитарно-расчетного центра, которое позволит снизить транзакционные издержки даже при наличии нескольких торговых площадок. Единый центр расчетов значительно упростит для профучастников перевод средств с одной специализированной биржи на другую;

- создать централизованный клиринг, определив юридическую основу передачи прав на сделку и решив вопрос перевода залога, а также центральный депозитарий, предоставив ему право получать информацию от регистратора в режиме онлайн, и законодательно установить, что подтверждение прав собственности центральным депозитарием является подтверждением прав во всех судебных и других спорах;

- перенести акценты государственной политики на развитие первичного рынка ценных бумаг (акций, корпоративных облигаций), учитывая то, что для успешного развития такого инвестиционного рыночного механизма, как первичное размещение акций, требуется наличие на рынке не менее 100-150 ликвидных долевых ценных бумаг;

- наладить мониторинг объективных критериев зрелости фондового рынка, отслеживая не только капитализацию эмитентов, но и объемы

привлечения ими капитала, эффективность использования мобилизованных на фондовом рынке средств;

- - принять конкретные меры по созданию и развитию розничной инфраструктуры торговли ценными бумагами и обеспечить надлежащий налоговый режим, поощряющий долгосрочные инвестиции населения в ценные бумаги предприятий (фирм, корпораций) реального сектора экономики;

- - организовать массированную пропагандистскую поддержку отечественного фондового рынка через обучение и просвещение населения с помощью СМИ с точки зрения квалифицированного инвестирования и использования инструментов фондового рынка.

2. Оказать существенное влияние на поведение эмитентов ценных бумаг. Все дело в том, что фондовый рынок предоставляет компаниям, фирмам возможности привлекать необходимые долгосрочные финансовые ресурсы для своего развития, но далеко не все из них желают ими пользоваться. Сегодня лишь около 100 российских ОАО (0,2% всех ОАО) используют такие возможности. Остальные акционерные общества не желают пользоваться этими возможностями, поскольку им это невыгодно в современных условиях хозяйствования, где господствуют нерыночные формы присвоения корпоративных доходов.

Основными принципами поведения эмитентов корпоративных ценных бумаг, соблюдение которых создаст доверие к ним самим и фондовому рынку в целом, позволит привлечь на этот рынок, а в конечном счете и в реальный сектор экономики, значительные инвестиционные ресурсы, включая, разумеется, сбережения населения, должны быть:

- эффективная защита прав инвесторов и акционеров;

- равное отношение ко всем группам акционеров, включая миноритарных и иностранных;

- - информационная открытость компании, своевременное и полное раскрытие информации по всем существенным вопросам ее финансово-хозяйственной деятельности;

- - эффективное выполнение менеджерами своих функций, подотчетность их органов управления и самой компании, и акционерам.

Для изменения поведения эмитентов в целях устойчивого развития российской экономики следует:

- - повысить степень защиты эффективных собственников и облегчить изъятие собственности у неэффективных. Несомненно, здесь нужен четкий механизм отделения одних от других;

- - сформировать правовой режим функционирования по настоящему открытых, публичных корпораций, отличающийся от правового режима функционирования закрытых обществ. Открытые корпорации (фирмы) должны обладать преимуществами при привлечении инвестиций на рынке акций, а закрытые – преимуществами в минимизации затрат на раскрытие информации о своей деятельности;

- - усилить «прозрачность» российских корпораций (фирм), в первую очередь в вопросах собственности (кому они реально принадлежат), движения корпоративного капитала и его рыночной стоимости («прозрачность» цен сделок с крупными пакетами акций), вознаграждения как менеджмента компаний, так и членов советов директоров;

- - отладить механизмы противодействия недобросовестным и враждебным корпоративным захватам (поглощениям), которые часто осуществляются под благовидным предлогом реорганизации;

- - прописать в законодательстве РФ высокую ответственность эмитента (совета директоров) и организатора выпуска эмиссионных ценных бумаг за предоставление неверной информации или сокрытие существенных фактов о финансово-хозяйственной деятельности эмитента;

- - разработать абсолютно стандартные, не допускающие двоякого толкования чиновниками стандарты эмиссий;

- упростить процедуру и сократить сроки регистрации эмиссий акций и облигаций до нескольких рабочих дней.

3. Существенно повысить уровень развития самого финансового посредничества. Сегодня, на наш взгляд, на него отрицательно влияют низкая эффективность организации инфраструктурных систем, технологий взаимодействия по каналу «биржа – брокер - клиент»; большое количество низкокапитализированных операторов фондового рынка, уровень квалификации которых не позволяет обеспечить эффективное комплексное обслуживание инвесторов; значительный дефицит профессиональных управляющих активами; использование операторами рынка инсайдерской информации и технологий манипулирования ценами.

4. Создать информационную систему фондового рынка (ИСФР), в которой вся информация о зарегистрированных проспектах эмиссии, раскрытии информации о финансово-хозяйственной деятельности эмитентов находилась бы в единой информационной базе и осуществлялась в автоматическом режиме без участия сотрудников ФСФР и информационных посредников.

5. Заинтересовать отечественных операторов и, прежде всего население в использование фондового рынка, чтобы собственный народ стал инвестором собственной экономики. Нельзя сбрасывать со счетов почти 70 млрд. долларов неучтенных сбережений населения, из которых, по оценкам экспертов, около 40 млрд. может быть инвестировано на фондовом рынке. В этих целях следовало бы:

- повысить уровень доверия населения к фондовому рынку, ввести льготы на доходы физических лиц, получаемые от инвестиций в ценные бумаги;

- развернуть систему фондовых центров, ориентированных на оказание фондовых услуг населению;

- задействовать «длинные» деньги потенциальных инвесторов (средства пенсионной системы, страховых обществ и инвестиционных

фондов) на экономический рост, которые оцениваются на уровне 300 млрд. руб. в год.

6. Усилить государственный контроль за всеми рисками (системными и несистемными) на фондовом рынке. При этом следует взять курс на завершение формирования эффективной государственной системы защиты прав и интересов инвесторов (акционеров), создание гарантийных (некомпенсационных) фондов, внедрение системы страхования рисков.

7. Предпринять конкретные шаги по дальнейшему совершенствованию системы налогообложения на фондовом рынке. При налогообложении участников фондового рынка необходимо учитывать следующие фундаментальные принципы:

- применение идентичных налоговых режимов к однородным инструментам рынка, налогообложение реальных, а не номинальных доходов инвесторов;

- безусловный вычет для целей налогообложения убытков из прибылей по операциям с однородными финансовыми инструментами, объединенными общим налоговым режимом;

- сальдирование для целей налогообложения финансовых результатов от основной деятельности и от операций с финансовыми инструментами (включение процентов по займам в себестоимость и др.);

- устранение многократного налогообложения и отказ от введения налогов с оборота ценных бумаг;

- применение единого понятийного аппарата;

- унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового рынка;

- введение льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции инфраструктурного обеспечения рынка;

- освобождение инвесторов (акционеров) - физических лиц от налога, взимаемого с дивидендов по акциям в случае реинвестирования дивидендов.

Прямое государственное вмешательство в функционирование фондового рынка позволит обеспечить предприятия (фирмы, корпорации) источниками финансирования своего развития, не зависящими от возможностей бюджета, и сэкономит его средства для выполнения основной задачи – финансирования социальных программ.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ:**Законодательные и нормативные акты**

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Ч. I-II. – М., 1998.
2. Закон Российской Федерации «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 № 46-ФЗ. – М., 1999.
3. Закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. – М., 1996.
4. Закон Российской Федерации «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. – М., 1996.
5. Закон Российской Федерации «О налоге на операции с ценными бумагами» (редакции 1991 и 1995 гг.). – М., 1995.
6. Закон Российской Федерации «Об инвестиционных фондах» от 29.11.2001 г. – М., 2001.
7. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 02.01.2000. – М., 2001.
8. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 30.05.2001. – М., 2001.
9. Программа социально-экономической политики Правительства Российской Федерации на среднесрочную перспективу (2003-2005 гг.).
10. Инструкция Министерства финансов Российской Федерации «О правилах выпуска и регистрации ценных бумаг на территории Российской Федерации» от 3 марта 1992 г. № 2. – М., 1992.
11. Инструкция Министерства финансов Российской Федерации «О правилах совершения и регистрации сделок с ценными бумагами» от 6 июля 1992 г. № 53. – М., 1992.
12. Письмо Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 22 сентября 1997 г. № ИБ-5643 «О включении в себестоимость продукции

(работ, услуг) затрат по оплате процентов по эмиссионным ценным бумагам - долговым обязательствам». – М., 1997.

13. Положение Министерства финансов Российской Федерации «О лицензировании деятельности на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционных институтов» от 21 сентября 1992 г. № 91. – М., 1992.

14. Положение Министерства финансов Российской Федерации «О лицензировании биржевой деятельности на рынке ценных бумаг» от 13 апреля 1992 г. № 20. – М., 1992.

15. Положение Министерства финансов Российской Федерации «О порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям» от 10 января 1992 г. № 1. – М., 1992.

16. Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР. Утверждено постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. № 78. – М., 1991.

17. Положение о депозитариях (утверждено распоряжением Госкомимущества Российской Федерации от 20 апреля 1994 г. и решением Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам при Президенте Российской Федерации от 14 апреля 1994 г.). – М., 1994.

18. Положение о Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве Российской Федерации (утверждено Указом Президента Российской Федерации от 4 ноября 1994 г. № 2063). – М., 1994.

19. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 14 января 1998 г. №2 «О внесении изменений в Положение о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации», утвержденное постановлением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 19 сентября 1997 г. № 26 «О внесении дополнений в постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 августа 1997 г. № 25 «Об утверждении Положения о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности

на рынке ценных бумаг Российской Федерации». – М., 1997.

20. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 сентября 1996 г. № 19 «Об утверждении стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии» (с изменениями и дополнениями от 12 февраля 1997 г., 4 марта 1997 г., 6 октября 1997 г., 31 декабря 1997 г.). – М., 1997.

21. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 19 сентября 1997 г. № 26 «О внесении дополнений и изменений в постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 августа 1997 г. № 25 «Об утверждении Положения о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» и об утверждении новой редакции Положения о порядке лицензирования различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями от 4 ноября 1997 г. и 14 января 1997 г.). – М., 1997.

22. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 2 октября 1997 г. «Об утверждении Положения о ведении реестра владельцев именных ценных бумаг» (с изменениями и дополнениями от 31 декабря 1997 г., 12 января 1998 г.). – М., 1998.

23. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «О порядке допуска к обращению за пределами Российской Федерации эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, обращение которых не предполагается осуществлять через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг» от 22.03.2002 г. № 7/пс. – М., 2002.

24. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг «Об утверждении положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» от 04.01.2002 № 1-пс. – М., 2002.

25. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 32, Минфина РФ «Об утверждении порядка ведения внутреннего учета

сделок, включая срочные сделки, и операций с ценными бумагами профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими брокерскую, дилерскую деятельность и деятельность по управлению ценными бумагами» от 11.12.2001 № 108н. – М., 2001.

26. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 03.12.2001 № 31 «Об утверждении перечня ценных бумаг, с которыми могут совершаться срочные сделки и сделки купли-продажи ценных бумаг, расчет по которым производится брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту брокером с отсрочкой их возврата». – М., 2001.

27. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 23.11.2001 № 29 «Об утверждении положения о порядке допуска эмиссионных ценных бумаг, выпущенных эмитентами, зарегистрированными в Российской Федерации, и обращении которых предполагается через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, к первичному размещению за пределами Российской Федерации и к обращению через иностранных организаторов торговли на рынке ценных бумаг». – М., 2001.

28. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 26.10.2001 № 28 «Об утверждении Положения о системе контроля организаторов торговли на рынке ценных бумаг и дополнительных требованиях к участникам торгов и эмитентам ценных бумаг». – М., 2001.

29. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 19.10.2001 № 27 «Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии». – М., 2001.

30. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 19.07.2001 № 16 «Об утверждении Положения о внутреннем контроле профессионального участника рынка ценных бумаг». – М., 2001.

31. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 27.04.2001 № 9 «Об утверждении Положения о требованиях к операциям, связанным с совершением срочных сделок на рынке ценных бумаг». – М.,

2001.

32. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 22.09.2000 № 18 «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности на рынке ценных бумаг с использованием денежных средств клиентов». – М., 2000.

33. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15.08.2000 № 9 «О размере собственных средств соискателей лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг и организаций, имеющих названные лицензии». – М., 2000.

34. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15.08.2000 № 8 «Об утверждении Методики расчета собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг». – М., 2000.

35. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15.08.2000 № 10 «Об утверждении порядка лицензирования отдельных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации». – М., 2000.

36. Указ Президента Российской Федерации «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» от 4 ноября 1994 г. № 2063. – М., 1994.

37. Указ Президента Российской Федерации «О дальнейшем развитии деятельности инвестиционных фондов» от 23 февраля 1998 г. № 193. – М., 1998.

38. Указ Президента Российской Федерации «О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» от 1 июля 1996 г. № 1009. – М., 1996.

39. Указ Президента Российской Федерации «Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации» от 1 июля 1996 г. № 1008. – М., 1996.

40. Указ Президента Российской Федерации "Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» от 21 марта 1996 г. № 408. – М., 1996.

41. Указ Президента Российской Федерации «О дополнительных мерах по обеспечению прав акционеров» от 31 июля 1995 г. № 784. – М., 1995.

42. Указ Президента Российской Федерации «О дополнительных мерах по повышению эффективности инвестиционной политики Российской Федерации» от 26 июля 1995 г. № 765. – М., 1995.

43. Указ Президента Российской Федерации «О мерах по формированию общероссийской телекоммуникационной системы и обеспечению прав собственников при хранении ценных бумаг и расчетах на фондовом рынке Российской Федерации» от 3 июля 1995 г. № 662. – М., 1995.

44. Указ Президента Российской Федерации «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации» от 4 ноября 1994 г. № 2063. – М., 1994.

45. Указ Президента Российской Федерации «О мерах по обеспечению прав акционеров» от 27 октября 1993 г. № 1769. – М., 1993.

46. Инвестиции в России. – М.: Госкомстат РФ, 2001.

47. Инвестиционная деятельность в России: Условия, факторы, тенденции. – М.: Госкомстат, 2001.

48. Россия в цифрах. – М.: Госкомстат России, 2001, 2002, 2003.

49. Российский статистический ежегодник. – М.: Госкомстат России, 2001, 2002, 2003.

50. Социально-экономическое положение России. – М., 1999-2003.

Специальная литература:

51. Абалкин Л.И. Вызовы нового века. – М.: ИЭ РАН, 2001.

52. Абалкин Л.И. Логика экономического роста. – М.: ИЭ РАН, 2002.

53. Абалкин Л.И. Стратегия: выбор курса. – М.: ИЭ РАН, 2003.

54. Абалкин Л.И. Экономическая роль государства // Роль государства в становлении и регулировании рыночной экономики. – М.: ИЭ

РАН, 1997.

55. Адекенов Т. Банки и фондовый рынок. – М.: Ось-89, 1997.
56. Акиндинова И. Склонность населения к сбережению: тенденции 1990-х годов // Вопросы экономики. – 2001. - №10.
57. Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. – М., 1992.
58. Алехин Б.А. Рынок ценных бумаг. – М., 1991.
59. Афонина С.М. Рынок ценных бумаг. – М., 1997.
60. Байбаков А. Русский кусок американского пирога // Деньги. – 2002. - №4.
61. Барт В. Инвестиционные проблемы российской экономики. – М.: Экзамен, 2000.
62. Батунин М. Соотношение фондового рынка и рынка ценных бумаг // Хозяйство и право. – 1996. - №5.
63. Беденков Д.А. Некоторые аспекты развития российского рынка акций приватизированных предприятий // Банковская система России: новый этап развития. – М.: ИЭ РАН, 1997.
64. Беденков Д.А. Подходы к определению «акций роста» // Рынок ценных бумаг. – 1997. - № 13.
65. Белов В.А. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в современной России: Учеб. пособие. – М., 2000.
66. Беленькая О Анализ корпоративных слияний и поглощений // Управление компанией. – 2001. - №2.
67. Блум Д.А., Ратников К.Ю., Осипов К.А., Арешев С.М. Передел собственности «по-российски»: Что это такое и как ему противостоять // Финансовый аналитик. – 2003. – Март.
68. Берзон Н. Формирование инвестиционного климата в экономике // Вопросы экономики. – 2001. - № 7.
69. Блохина Т. Рынок институциональных инвестиций: Состояние и перспективы // Вопросы экономики. – 2000. - № 1.
70. Богачева Г. Государственное воздействие на сферу фиктивного

капитала // Экономист. – 2000. - № 10.

71. Брайен Дж., Шривасава С. Финансовый анализ торговли ценными бумагами: Пер с англ. – М., 1995.

72. Брейли Ю.Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М., 1997.

73. Булатов А. Капиталообразование в России // Вопросы экономики. – 2001. - № 3.

74. Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. – М.: Наука, 2002.

75. Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок: В 2-х томах. – М.: Наука, 2004.

76. Бычков А.П. Мировой рынок ценных бумаг: Институты, инструменты, инфраструктура. – М., 1998.

77. Васильев С. Структурные реформы в России после финансового кризиса 1998 г. // Инвестиции в России. – 2000. - №6.

78. Ведомости. – М., 2001-2004.

79. Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: надежды на лучшее // Инвестиции в России. – 2000. - №5.

80. Волков К., Воропаева Е. Манипулирование ценами на фондовом рынке и его ограничение: От лозунга к практике // Рынок ценных бумаг. – 1997. - №17.

81. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998.

82. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала. – М., 1995.

83. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. – М.: Дело, 1997.

84. Глазьев С. Пути преодоления инвестиционного кризиса // Вопросы экономики. – 2000. - №11.

85. Григорьев Л., Гурвич Г., Саватюгин А. Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. – М., 2004.

86. Григорьев Л. Трансформация без иностранного капитала: 10 лет спустя // Вопросы экономики. – 2001. - №6.
87. Данилов Ю. Из бутика в универсам. Корпоративные облигации становятся доступнее // Финансовый аналитик. – 2003. - №2.
88. Данилов Ю. Новая роль фондового рынка России // Вопросы экономики. – 2003. – № 7.
89. Дерябина М. Реструктуризация российской экономики через передел собственности и контроля // Вопросы экономики. – 2001. - №10.
90. Дружинин Н.И. Основные математико-статистические методы в экономических исследованиях. – М.: Статистика, 1978.
91. Евстигнеев В.Р. Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии. М.: Эдиториал УРСС, 2002.
92. Зимин П. Государственная экономическая политика и фондовый рынок: Сборник аналит. материалов агентства «Росбизнесконсалтинг». – М., 1998.
93. Иванов А.П. Инвестиционная привлекательность акций. – М.: Акционер, 2002.
94. Иванов А.П. Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К^о», 2004.
95. Известия. – М., 2001-2004.
96. Илларионов А. Ответ на многие вопросы - либеральная экономическая политика // Рынок ценных бумаг. – 1999. - № 19.
97. Илларионов А. Экономическая политика в условиях открытой экономики со значительным сырьевым сектором // Вопросы экономики. – 2001. - №4.
98. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Геолис АРВ, 2002.
99. Килячков А.А., Чалдаева Л.Э. Эмитенты на рынке ценных бумаг (Основы финансовых вычислений) // Финансы и кредит. – 1999. - № 10.
100. Коммерсантъ. – М., 2000-2004.

101. Костиков И.В. Благоприятные перемены на российском фондовом рынке. // Финансы. – 2002. - № 5.
102. Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США. Экономические аспекты. – М.: Наука, 2001.
103. Кравченко П.П. Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Российской Федерации // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. - №2.
104. Крейнина М.Н. Анализ финансового состояния и инвестиционной привлекательности акционерных обществ в промышленности, строительстве и торговле. – М., 1994.
105. Кричевский Н.А. Тенденции развития современного российского страхования. – М.: Финансы, 2003.
106. Кураков В.Л. Правовое регулирование рынка ценных бумаг РФ. – М., 1998.
107. Левандо Д.В. Микроструктура фондового рынка и внешние эффекты// Вести. Финансовой акад. – 1999. - №4.
108. Ливингстон Г.Д. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг. – М., 1998.
109. Лялин С. Перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций // Финансовый бизнес. – 1999. - №11.
110. Маршалл П. Сегодняшний фондовый рынок США: Можно ли говорить о финансовой мании? // Проблемы прогнозирования. – 2001. - №2.
111. Миркин Я. Прогноз фондового рынка // Известия. – 2002. – 21 февраля.
112. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина, 2002.
113. Миркин Я.М., Соловьев А.Г., Добашина И.В. Финансирование экономики с использованием механизма функционирования рынка ценных бумаг// Финансы и кредит: Проблемы методологии и практики. – 1999. - №1.

114. Мусатов В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы. – М., 1991.
115. Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: Теория и практика: Пер. с англ. – М., 1996.
116. Новицкий Н.А. Выбор инвестиционной стратегии России - путь в XXI век. – М.: ИЭ РАН, 2000.
117. Новицкий Н.А., Курнышева Н.Р. Вызовы XXI века: Инновационный и инвестиционный ответ. – М.: ИЭ РАН, 2002.
118. Оверченко М., Сафронов Б. Рынок никому не верит. // Известия. Ведомости. – 2002, 6 февраля. - №18.
119. Овсепян М.Г. Процесс глобализации и основные тенденции развития финансового рынка // Финансы. – 2002. - №2.
120. Осинковский А. Корпоративные конфликты и корпоративные отношения // Рынок ценных бумаг. – 2002. - №12.
121. Осипов Д. Методы приобретения контроля над компаниями // Рынок ценных бумаг. – 2001. - №9.
122. Павлова Л.Н. Корпоративные ценные бумаги: Эмиссия и операции предприятий и банков. – М., 1998.
123. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчеты, риск. – М., 1994.
124. Петраков Н. Антиинфляционная инвестиционная политика - стратегия экономического развития России // Рынок ценных бумаг. – 1999. - №21.
125. Потемкин А. Виртуальная экономика и сюрреалистическое бытие. – М.: ИНФРА-М, 2000.
126. Программа развития рынка ценных бумаг России до 2010 года (проект) // Основы государственного регулирования финансового рынка. – М., 2002.
127. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопросы экономики. – 1999. - № 8.

128. Радыгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе: (Некоторые новые тенденции) // Вопросы экономики. – 2001. - № 5.
129. Рамилова А. Корпоративные ценные бумаги и возможности привлечения иностранных инвестиций // Рос. экон. журн. – 2000. - №11/12.
130. Россия-2015: оптимистический сценарий // Под ред. Л.И. Абалкина. – М.: ММВБ, 1999.
131. Рот А., Захаров А., Миркин Я., Борн Б., Бернерд Р., Барен-бойн П. Основы государственного регулирования финансового рынка. – М.: Юстинформ, 2002.
132. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. – М., 1996.
133. Рубцов Б.Б. Мировые рынки: Современное состояние и закономерности развития. – М., 2000.
134. Рынок ценных бумаг: Шаг России в информационное общество. – М., 1997.
135. Рэдхед К., Хьюз С. Управление финансовыми рисками. – М.: ИНФРА-М, 1996.
136. Рябова Р.И., Иванова О.В. Вопросы учета и налогообложения операций с ценными бумагами. – М., 2000.
137. Сажина М.А. Научные основы экономической политики государства. – М.: Норма, 2001.
138. Сакс Дж.Б., Ларрен Ф.Б. Макроэкономика: Глобальный подход. – М.: Дело, 1996.
139. Сизов Ю. Стратегический подход к регулированию рынка ценных бумаг // Вопросы экономики. – 2001. - №11.
140. Соловьев А.Г. К вопросу о формировании оптимальной системы регулирования рынка ценных бумаг с определением роли регионов в этом процессе // Финансы и кредит: Проблемы методологии и практики. – 1999. - № 1.
141. Сорокин Д.Е. Россия перед вызовом. – М.: Наука, 2003.

142. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. – М.: ИНФРА-М, 1998.
143. Сото Э Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. – М.: Олимп-Бизнес, 2001.
144. Старовойтов М. Акционерная собственность и корпоративные отношения // Вопросы экономики. – 2001. - № 5.
145. Старовойтов М.Н. Современная российская корпорация. – М.: Наука, 2001.
146. Стародубцева Е.Б. Накопление капитала в России: Необходимость и возможности // Финансы. – 2001. - №9.
147. Стратегия и приоритеты экономической политики современной России. – М.: ИЭ РАН, 2003.
148. Стребков Д. Трансформация сберегательных стратегий населения России // Вопросы экономики. – 2001. - № 10.
149. Суэтин А.А. Макроэкономические последствия отмывания денег // Вопросы экономики. – 2001. - №10.
150. Трансформация роли государства и обеспечение экономического роста в условиях переходной экономики. – М.: ИЭ РАН, 2002.
151. Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: Пер. с англ. – М., 2000.
152. Фабоцци Ф.Дж. Управление инвестициями. – М., 2000.
153. Фондовые рынки США и России. Становление и регулирование. – М., 1998.
154. Чалдаева Л.А., Килячков А.А. Место рынка ценных бумаг в системе рыночных отношений // Финансы и кредит. – 1999. – №1.
155. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. – М.: Дело, 1995.
156. Чалов А.Н., Свирин С.А. Региональный фондовый рынок: состояние и перспективы развития // Деньги и кредит. – 2000. - №7.
157. Чернов В.А. Анализ коммерческого риска. – М., 1998.

158. Чернов В.А. Инвестиционная стратегия. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003.
159. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративное управление в условиях неопределенности. – М.: Олимп-Бизнес, 1999.
160. Шарп У., Александер Г., Бейли Д. Инвестиции. – М., 1998.
161. Шаховой В.А. Основы предпринимательства. – М.: Издательский Дом «Дашков и К^о», 2002.
162. Шестаков А.В., Шестаков Д.А. Рынок ценных бумаг. – М.: Издательский Дом «Дашков и К^о», 2000.
163. Шийко В.Г. Финансовые правонарушения в инвестиционной сфере // Финансы. – 2001. - № 10.
164. Шихвердиев А.П. Роль государственного регулирования рынка ценных бумаг в обеспечении экономической безопасности его субъектов. – М., 1999.
165. Шихвердиев А.П. Рынок ценных бумаг как фактор инвестиций // Финансы. – 2000. - №2.
166. Шихвердиев А.П. Совершенствование корпоративного управления - необходимое условие для привлечения инвестиций // Финансы. – 2001. - №7.
167. Штольте П. Инвестиционные фонды: Пер с нем. – М., 1996.
168. Шуляк П.Н. Финансы: Учебное пособие. – М.: Издательский Доим «Дашков и К^о», 2002.
169. Шуляк П.Н. Финансы предприятия: Учебник. – М.: Издательский Дом «Дашков и К^о», 2002.
170. Шумпетер И. Капитализм, социализм и демократия. – М.: Экономика, 1995.
171. Эксперт. – М., 2000-2004.
172. Эрхврд Д. Благосостояние для всех. – М.: Дело, 2001.
173. Юлдашбаева Л.Р. Правовое регулирование оборота эмиссионных

ценных бумаг: (акций, облигаций). – М., 1999.

174. Яковлев А. Корпоративное управление, реструктуризация предприятий и мотивация собственников. Модернизация экономики России: итоги и перспективы. Кн.1. М.: ГУ-ВШЭ, 2003.

175. Kaplan E., Rodrik O. Did the Malaysian Capital Control Work? – NBER Working Paper 8142? February, 2001.

176. The New-York Times. 2002. 15 Jan.