Министерство профессионального образования

Саратовский Государственный Социально-Экономический Университет

Кафедра финансов

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему:

"Тенденции и перспективы развития рынка ценных бумаг в России"

Выполнила:

студентка 5 курса финансово-кредитного факультета,

6 группы Савкина Галина

Научный руководитель:

доцент, кандидат экономических наук

Севастьянов И.А.

Работа допущена к защите:

Зав. Кафедрой финансов

Доцентом, к. э. н.

Степаненко В.В.

САРАТОВ 2003

Содержание

Введение

Глава 1. Экономические основы рынка ценных бумаг

1.1 Сущность рынка ценных бумаг

1.2 Функции рынка ценных бумаг и методы его регулирования

Глава II Тенденции развития рынка ценных бумаг в современной экономике России

2.1 Особенности государственного регулирования российского рынка ценных бумаг

2.2 Анализ практики функционирования рынка ценных бумаг

2.3 Перспективы развития рынка ценных бумаг в России

Список литературы

## Введение

В повышении эффективности производства в условиях рыночной экономики важнейшее значение имеет способность предприятий, гибко используя рыночную ситуацию и меры регулирования, эффективно управлять процессом финансирования предпринимательской деятельности. Особое внимание руководство предприятий должно уделять поиску путей наиболее оптимального использования свободных финансовых ресурсов, что позволило бы предприятию получить максимальную прибыль.

Сочетание таких факторов, как растущая конкуренция между предприятиями, технологические усовершенствования, требующие значительных капитальных вложений, наличие инфляции, изменение процентных ставок, налогового законодательства, экономической устойчивости в мире - все это оказало огромное влияние на то, что финансовый менеджер становится основной фигурой в общем руководстве предприятия.

Одним из наиболее гибких финансовых инструментов в руках менеджера может стать использование ценных бумаг, которые являются неизбежным атрибутом всякого нормального товарного оборота. Будучи товаром, они сами вместе с тем способны служить как средством кредита, так и средством платежа, эффективно заменяя в этом качестве наличные деньги.

Ранее, в условиях плановой экономики использование ценных бумаг было ограничено. Некоторые виды ценных бумаг использовались преимущественно в имущественных отношениях (облигации и лотерейные билеты в отношениях с участием граждан, векселя во внешнеторговом обороте). Переход к рыночной организации экономики и формирование рынка ценных бумаг потребовали возрождения и использования всего многообразия ценных бумаг. В свою очередь появилась настоятельная потребность в изучении всего комплекса возможностей, предоставляемого рынком ценных бумаг, а также в четком правовом оформлении ценных бумаг и их оборота, при отсутствии которого их использование просто невозможно.

Исследование теории и практики функционирования рынка ценных бумаг в отечественной литературе представлено достаточно многогранно. Многие авторы исследуют Теорию фондовых отношений, к их числу относятся Алексеев М.Ю., Агарков М.М., Миркин Я.М., Жуков Е.Ф., Фельдман А.А., Лоскутов А.Н. Отдельные фондовые инструменты исследуются Семенковой Е.В., Шаталовым А.А., Сальниковым Н.А., Соловьевым В., Стеценко А., Мусатовым В.Т., Шевцовым А.В., Ивановым А.Н., Уткиным Э.А. Среди зарубежных авторов известны С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи, П. Самуэльсон.

Целью дипломной работы является рассмотрение рынка ценных бумаг как элемента современного финансового рынка России, современных тенденций и перспектив его развития в условиях становления рыночной экономики. В связи с этим задачами работы выступают:

Исследование сущности рынка ценных бумаг, его структуры, функций.

Исследование рынка ценных бумаг как экономической системы взаимодействия интересов участников фондовых отношений.

Определение функционального назначения рынка ценных бумаг в экономической системе.

Анализ тенденций развития рынка ценных бумаг в современной экономике России. Определение перспектив развития рынка ценных бумаг в экономике России. При написании дипломной работы использовались многие научные разработки в области рынка ценных бумаг вышеперечисленных и других авторов. Они составили методологическую и теоретическую основу работы. При написании работы использованы также законодательные и нормативные документы РФ и других стран, а аналитический материал по изучаемой проблеме в периодической печати.

## Глава 1. Экономические основы рынка ценных бумаг

## 1.1 Сущность рынка ценных бумаг

Категория "сущность" в философском понимании отражает то главное, что отличает явление от всего окружающего мира. В научной литературе чаще всего сущность выражается через определение понятия. Последнее дает лаконичную квинтэссенцию сущности. Поэтому постараемся раскрыть сущность рынка ценных бумаг через определение понятия этого явления.

Чаще всего в научной литературе распространено определение рынка ценных бумаг как сектора или сегмента более широких рыночных структур. К примеру, "Рынок ценных бумаг - рынок, обеспечивающий долгосрочные потребности в финансовых ресурсах путем обращения на нем акций, облигаций, депозитных сертификатов, казначейских обязательств и других аналогичных документов"[[1]](#footnote-1) или "Рынок ценных бумаг - сектор финансового рынка, на котором осуществляются эмиссия и купля - продажа ценных бумаг"[[2]](#footnote-2).

Не отрицая справедливость вышеперечисленных утверждений, следует признать, что они недостаточно полно отражают сущностную характеристику рынка ценных бумаг. Представляется, что позиция тех исследователей, которые воспринимают рынок ценных бумаг как проявление отношений, наиболее аргументирована. Например, "Рынок ценных бумаг есть система экономических отношений между теми, кто выпускает и продает ценные бумаги, и теми, кто покупает и становится их владельцами"[[3]](#footnote-3) или "Рынок ценных бумаг - это рынок, который опосредует кредитные отношения и отношения совладения с помощью ценных бумаг"[[4]](#footnote-4). Не случайно собственно понятие "рынок" вообще, не только ценных бумаг, рассматривается в экономической науке как упорядоченное и структурированное проявление отношений. Например, в справочной литературе мы можем почерпнуть следующее определение: "Рынок - это система экономических отношений и форма обмена товарами и услугами посредством их купли-продажи"[[5]](#footnote-5) или у Ю. Осипова: "Рынок - это сообщество субъективно независимых (самостоятельных) хозяйствующих субъектов, находящихся в отношениях товарообмена"[[6]](#footnote-6).

Тем самым подчеркивается природа рынка, невозможность его существования за пределами социальных индивидов. Индивид неотделим от общества, общество неотделимо от индивида. Оба предполагают и определяют друг друга. Хозяйствование индивида происходит в рамках хозяйствования общества индивидов. И таким образом, сообщество хозяйствующих субъектов и составляет основание рынка.

Что касается рынка ценных бумаг, то формирующиеся и постоянно воспроизводящиеся экономические отношения имеют чрезвычайно многообразный характер. Известно, что на российском фондовом рынке еще не получили распространение коносаменты, чеки, но уже начинают появляться складские свидетельства, варранты, опционы и прочее. Мы являемся редкими свидетелями того, как с чистого листа появился совершенно новый для России тип рынка и превращается постепенно в сложный организм, призванный обслуживать интересы общества.

Возникнув из потребности привлечения начального капитала акционерных обществ, рынок ценных бумаг вскоре потребовал упорядочить свое функционирование, подвести под себя законодательную базу. Это было реализовано принятием Гражданского кодекса РФ, системы Законов, а также учреждением главного регулирующего профессионального органа - Федеральной комиссии по ценным бумагам.

В переходной экономике России рынок ценных бумаг приобрел специфическую окраску, например, несколько изменились качественные характеристики некоторых ценных бумаг по сравнению с западной практикой.

Несомненно, среди ценных бумаг сложно выявить приоритетные и нуждающиеся в более полной характеристике, каждый вид ценных бумаг имеет важное значение в экономике.

Различают следующие виды ценных бумаг: долевые бумаги (акции), долговые обязательства (облигации, сертификаты, векселя) и производные ценные бумаги (опционы, финансовые фьючерсы, варранты и др.). Их принято называть ценными бумагами потому, что они обладают правом требования или участия в формировании дохода на первоначально вложенный капитал и в связи с этим являются как бы отражением реальных активов, их заместителями. Виды ценных бумаг представлены на рисунке 1 (приложение 1).

В принятом Государственной Думой РФ 24.05.95г. Законе РФ "О рынке ценных бумаг" впервые в России вводится понятие "эмиссионная ценная бумага".

Под эмиссионной ценной бумагой понимается любая ценная бумага, которая:

размещается выпусками;

имеет равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени ее приобретения;

закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка.

Развитие рынка ценных бумаг породило специфические операции с ценными бумагами: эмиссию, первичное размещение, листинг, котировку, сделки купли-продажи на вторичном рынке, хранение, формирование и управление портфелем ценных бумаг, маржевые сделки и др.

Участниками рынка ценных бумаг являются:

Эмитенты - государство, государственные органы, органы местной администрации, предприятия и др. юридические лица, включая совместные предприятия, инвестиционные фонды, коммерческие банки;

Инвесторы - граждане или юридические лица, приобретающие ценные бумаги от своего имени и за свой счет;

Инвестиционные институты - в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного фонда (рис.2 приложение 1). Они вправе осуществлять следующие виды деятельности:

брокерскую деятельность - совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами на основании договоров комиссии и /или поручения;

дилерскую деятельность - совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цены их покупки и продажи с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по объявленным ценам;

депозитарную деятельность - деятельность по хранению ценных бумаг и/или учету прав на ценные бумаги;

деятельность по хранению и ведению реестра акционеров в порядке, установленном законодательством РФ;

расчетно-клиринговую деятельность по ценным бумагам - деятельность по определению взаимных обязательств и/или по поставке (переводу) денежных средств в связи с операциями по ценным бумагам;

деятельность по организации торговли ценными бумагами между профессиональными участниками фондового рынка, включая деятельность фондовых бирж.

Участники рынка ценных бумаг обязаны ориентироваться в многообразии финансовых сделок и правильно отражать их в бухгалтерском учете.

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка, прежде всего специфическим характером своего товара. Ценная бумага - товар особого рода. Это одновременно и титул собственности и долговое обязательство, это право на получение дохода и обязательство этот доход выплачивать. Ценные бумаги являются проявлением фиктивного капитала - бумажного двойника реального капитала.

Цена фиктивного капитала определяется двумя обстоятельствами: соотношением спроса и предложения на капитал, величиной капитализированного дохода по ценным бумагам. Она прямо пропорциональна превышению спроса на капитал над его предложением и величине дохода от ценной бумаги и обратнопропорциональна превышению предложения капитала над его спросом и уровню нормы банковского процента в стране. Поэтому цена фиктивного капитала - это стоимостная рыночная категория, неизбежно подверженная частым колебаниям.

Рынок ценных бумаг - регулятор многих стихийно протекающих в рыночной экономике процессов. Это относится, прежде всего, к процессу инвестирования капитала. Последний предполагает, что миграция капитала осуществляется в виде прилива его к местам необходимого приложения и оттока капитала из тех отраслей производства, где имеется его излишек. Механизм этого движения известен, растет спрос на какие-нибудь товары (услуги), соответственно растут их цены, растут прибыли от их производства, и в эти отрасли переходят свободные капиталы, покидая те отрасли производства, на продукцию которых спрос сокращается, и которые становятся экономически менее эффективными. Ценные бумаги являются средством, обеспечивающим работу этого механизма, а фондовые биржи являются "сердцем" этого механизма, то есть на бирже основные массы временно свободного капитала, где бы он не находился, через куплю-продажу "перебрасываются" в необходимом направлении. В результате возникает оптимальная структура общественного производства (не только по размещению капитала, но и по его размерам в отдельных отраслях и производствах) и создается бездефицитная экономика: общественное производство в основном соответствует общественному спросу. Потребности предприятий в дополнительном капитале могут быть связаны с различными обстоятельствами. Главные из них - создание новых и модернизация старых основных фондов, пополнение оборотных средств. Все эти потребности напрямую связаны с конъюнктурой рынка, изменения которой происходят в определенных временных рамках. Поэтому необходимые средства предприятия должны получать в течение определенного срока, то есть пока существует благоприятная для их функционирования рыночная конъюнктура.

Функционирование на основе и в рамках всеобщего движения товара - в нашем случае ценных бумаг - вступая, между собой в сложное переплетение отношений, хозяйствующие субъекты составляют все вместе единое сообщество, т.е. рынок.

Таким образом, *рынок ценных бумаг - это, прежде всего, проявление отношений между его участниками по поводу ценных бумаг*.

Эти отношения носят системный характер. В буквальном понимании слова система означает целое, составное из частей, обусловленных правильным порядком расположения. Тоже самое можно заявить и о совокупности отношений пронизывающих насквозь рынок ценных бумаг. Их многообразие отмечено выше (рис.1). Представляется, что это далеко не полный их перечень. Важно было продемонстрировать многочисленность отношений рынка ценных бумаг. Примечательно, что каждое из них в свою очередь делится на целый ряд новых более узких отношений, имеющих общую природу с основным.

Взять, к примеру, отношение по поводу получения дохода в виде процента на инвестированные денежные средства. В этом секторе столкновения интересов участников рынка отмечают: простой процент, сложный процент, купонные выплаты, фиксированный доход, "плавающий" процент и т.д. Пример из иной области рынка ценных бумаг - это отношения, складывающиеся вокруг производных ценных бумаг: здесь проявляют себя опционы, форварды, фьючерсы, варранты, депозитарные расписки и с течением времени этот перечень продолжает увеличиваться. Можно таким же образом препарировать отношения на более узкие в группе субъектов рынка ценных бумаг (инвесторов). Это государство, физические лица, фонды (инвестиционные, чековые, паевые, пенсионные), страховые компании, венчурные фирмы, банки, кредитные союзы и прочее. Перечень подобных примеров можно продолжать по любой другой области отношений рынка ценных бумаг.

В структурном аспекте множественность отношений рынка ценных бумаг, возможно классифицировать по уровню организации. К ним относятся отношения:

региональные;

национальные;

международные.

Отношения рынка ценных бумаг регионального значения складываются в процесс обращения огромного множества векселей местного уровня (самая большая доля ценных бумаг в этом секторе фондового рынка). В первую очередь, это векселя банков, которые выполняют функции расчетных и сберегательных инструментов. Здесь так же используются векселя органов местной власти покрывающих дефицит региональных бюджетов; корпораций энергетических, топливных и транспортных систем, развязывающих цепочки неплатежей; локальными вексельными схемами, строящимися вокруг узловых промышленных предприятий для конкретного города, района или губернии. Целый ряд правительств регионов эмитировали в обращение облигационные займы, способствующие наполнению бюджетов реальными деньгами (г. г. Москва, Санкт-Петербург, Ленинградская, Свердловская, Волгоградская и др. области). Более того, отдельные из них предприняли размещение облигационных валютных займов за рубежом. И, что примечательно, после кризиса фондового рынка в России 17 августа 1998 года, когда был объявлен дефолт по государственным краткосрочным облигациям, торги по Санкт-Петербургским облигациям продолжали идти. Т.е. ценные бумаги регионального уровня в отдельных случаях оказались более жизнестойкими, чем общегосударственные бумаги. В значительно меньшей степени на местных рынках распространены акции предприятий отраслей хозяйства. Сделки с этим типом ценных бумаг, как правило, носят эпизодический характер и обусловлены до настоящего времени, борьбой интересов по установлению контроля за тем или иным акционерным обществом. Совсем небольшую долю на региональном уровне сейчас составляют ценные бумаги пенсионных, паевых, инвестиционных и чековых фондов местного значения.

Гораздо значительнее в России 90-х годов оказались развиты отношения рынка ценных бумаг национального уровня. В этой области можно выделить две большие группы:

государственные ценные бумаги, которые в свою очередь делятся на рынки облигаций, векселей и казначейских обязательств Правительства, а также облигаций Центрального Банка России;

корпоративные ценные бумаги компаний и банков национального значения;

Несравнимо меньшую долю занимают:

производственные ценные бумаги;

векселя, депозитные и сберегательные сертификаты системообразующих банков (прежде всего Сберегательного банка РФ);

акции и паи ведущих в стране инвестиционных, паевых и пенсионных фондов;

жилищные сертификаты.

На национальном уровне фондового рынка в более развитом состоянии, чем в регионах, сложились отношения инфраструктуры рынка, учета и хранения прав собственников ценных бумаг, системы расчетов и поставки ценных бумаг между продавцами и покупателями. Как результат, именно на национальном уровне уже оказывается возможным участие нерезидентов в качестве участников сделок. Благодаря ним национальный рынок ценных бумаг испытал в последние годы, как необыкновенный бум роста и объема торгов, так и падение, перешедшее в кризис. Зависимость национального рынка от инвестиций иностранных компаний можно проиллюстрировать следующими цифрами: в феврале 1998 года доля нерезидентов на рынке ГКО-ОФЗ составляла 27%[[7]](#footnote-7); в активные периоды рынка корпоративных бумаг сделки нерезидентов составляли 60-70% от всего объема[[8]](#footnote-8).

Международный уровень отношений рынка ценных бумаг иллюстрируется в настоящее время лишь однонаправленным выходом отечественных фондовых инструментов за рубеж с целью привлечения в страну инвестиций. Акции, облигации и прочие фондовые активы нерезидентов у нас хождения не имеют. Связано это с установленной системой запретов на вывоз капитала из страны. Проникновение же российских ценных бумаг на высший уровень фондового рынка мира происходит по двум направлениям.

С одной стороны, проводится целенаправленная политика Правительства страны по привлечению средств нерезидентов на российский рынок ценных бумаг. Это находит свое выражение в либерализации нормативных актов регулирующих ввоз и инвестирование средств иностранных компаний. Так, 9 октября 1992 года был принят Закон РФ "О валютном регулировании и валютном контроле" за №3615-1, который и до сегодняшнего дня является главным источником валютного нормотворчества в стране.

С другой стороны, российские акции и облигации через систему глобальных депозитарных расписок (ГДР.) и листинг иностранных фондовых бирж выходят на международный фондовый рынок.

Важнейшими этапами этого пути следует отметить вступление России в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), успешные выпуски "еврооблигаций", выпуск ГДР таким компаниям, как РАО "ЕЭС", АО "РОСТЕЛЕКОМ", АО "МОСЭНЕРГО" и др., включение ценных бумаг АО "ЛУКойл" в листинг Нью-йоркской фондовой биржи.

Кроме того, по уровню организации отношения рынка ценных бумаг можно также было бы классифицировать и под иным углом зрения. К примеру, деля эту систему отношений на первичный и вторичный рынок; или биржевой и внебиржевой и т.д. Разнообразие вариантов объединения в группы подчеркивает сложность существующих экономических связей отношений рынка ценных бумаг. Убеждает в том, что эти отношения не есть чисто механическое сложение простых "кирпичиков", а гораздо более сложная система.

Основой образования системы отношений являются: собственно индивид как участник фондового рынка, его деятельность и его потребности. Естественную органическую связь в этой системе обеспечивает свой особый вид товара - ценная бумага, своего рода "ядро" всей системы отношений. Через этот товар устанавливается экономическая связь между всеми субъектами рынка ценных бумаг, происходит увязывание их разнообразных потребностей, что в целом приводит к построению системы. Более того, только ценная бумага в состоянии выдвинуть как отдельных индивидов, так и организованных в юридические лица в сферу фондовых отношений и придать им для этого специфический статус, который присущ только участнику рынка ценных бумаг.

К примеру, промышленное предприятие окажется в сфере отношений фондового рынка только в роли выпускающего ценную бумагу (эмитент или векселедатель), покупателя или продавца ценной бумаги (инвестор). Тоже можно сказать о банке, страховой компании и всех видах фондов (чековых, инвестиционных, паевых, пенсионных). В определенной части это также относится к Центральному банку страны и частным лицам (поскольку они никогда не выступают в роли эмитентов). Без существования ценной бумаги целого ряда организаций не могло быть и в помине. Это те, кто входит в группы профессиональных участников рынка ценных бумаг, клиринга, инвестиционных консультантов, организации обслуживающие сферу раскрытия информации, регулирующие органы. Биржи приобретают черты фондовых только с появлением на их торговых площадках ценных бумаг.

Центральную роль ценной бумаги на рынке ценных бумаг можно проиллюстрировать схемой (рис.3 приложение 1)

Таким образом, отношения фондового рынка при всей многочисленности его составляющих перестают функционировать.

На рынке ценных бумаг товарообмен реализуется на особого рода "площадках", исторически получивших название "бирж". В современном мире им на смену пришел новый вид организованной торговли - электронные торговые системы, которые оказались в состоянии преобразоваться в международные биржевые торги. В настоящее время на планете торговля в "виртуальных биржах" происходит круглосуточно в последовательности часовых поясов с Востока на Запад. Условно говоря, торги "открываются" Токийской и Гонконгской биржами. Им на смену заступают Сингапур, Москва, Лондон, Дюссельдорф и другие. И так до Чикагской биржи, которая "завершает" кругооборот вокруг планеты.

Но рынок - это система, непременно включающая в себя деньги. Деньги связывают всех хозяйственных агентов в единую общественную систему. Рыночное хозяйство - хозяйство денежное, т.е. основанное на деньгах и с их помощью реализующееся. Цивилизованный рынок не может без них существовать.

Объектом рынка является товар. В нашем случае - ценная бумага. Но товар должен иметь стоимость, в противном случае - это вещь, не приобретшая товарного вида. Вещи, являющиеся предметами дарения, наследования, изъятия и прочее, могут только сравниваться с аналогичными вещами, обращающимися на рынке. Они имеют свою собственную, применимую к данной конкретной вещи стоимостную форму, исключительно попадая в сферу обменных отношений рынка. Именно так обстоит дело и на фондовом рынке. Продавец и покупатель, сталкиваясь друг с другом в товарообменных отношениях, интересуются стоимостным выражением ценной бумаги. Наименование эмитента, номинальная стоимость, курс покупки и продажи - все это существенные стороны стоимости ценной бумаги, вокруг которых в первую очередь формируются отношения субъектов рынка.

Для определения стоимости ценной бумаги и приведения ее к удобному стандарту совершения сделок купли-продажи выработана особая система листинга. Листинг - это общепризнанные правила качественной и ценовой оценки ценных бумаг, на основании которых возможен допуск их к торгам на организованном рынке.

Рынок ценных бумаг отличается от других видов рынка особым уровнем стандартов определения принадлежности ценной бумаги конкретному субъекту, а также условиями хранения и перехода прав на собственность ценной бумаги. Для этого создаются мощные институты рынка, которые получили название реестродержателей, депозитариев и клиринга.

Рассматривая в ретроспективе рынок ценных бумаг, можно увидеть, как под воздействием формообразующих отношений развиваются, приобретая новое качество, отношения по поводу собственности и товарно-денежные отношения. Мы уже видим, что на фондовом рынке отсутствует наличный расчет деньгами по сделкам, ему на смену пришли электронные платежи по банковским счетам. Давным-давно форма поставки ценной бумаги в физическом виде заменена записями по счетам ДЕПО и лицевым счетам реестра. Стоимость ценных бумаг одного вида "причесана" листингом к удобным стандартам. А отношения собственности на ценную бумагу уже отошли от практики их физического предъявления, вместо них фигурируют выписки со счетов ДЕПО (реестра).

В свою очередь фундаментальные отношения влияют на формообразующие, вызывая к жизни их новые формы и отбрасывая устаревшие. Например, не могли биржевые площадки архаичного вида справиться с объемами сделок по купле-продаже ценных бумаг современного финансового мира и уступили свое место системам электронных торгов. Точно так же участники фондового рынка не в состоянии сегодня физически перевозить ценные бумаги по всей планете, поэтому отношения стоимости стали обслуживать сложные системы депозитариев и клиринга.

Таким образом, воздействуя друг на друга, фундаментальные и формообразующие отношения приводят к самоорганизации всей системы

рынка ценных бумаг, т.е. к упорядоченному взаимодействию. Это еще одно свидетельство того, что рынок ценных бумаг не есть только механическая сумма отдельных, разрозненных отношений, а представляет собой органическую целостность.

Объекты и субъекты рынка ценных бумаг находятся в постоянной взаимосвязи друг с другом, влиянии на свою внутреннюю организацию и оказывают воздействие на всю систему экономических отношений общества.

## 1.2 Функции рынка ценных бумаг и методы его регулирования

Реализация функций рынка ценных бумаг исходит из сущностной особенности отношений, складывающихся между субъектами этого вида рынка по поводу фондовых активов. Это предполагает рассмотрение объективных результатов, к которым приводит реализация функций рынка ценных бумаг в данной системе хозяйствования.

В экономической литературе имеется множество подходов к выделению функций, присущих фондовому рынку[[9]](#footnote-9). Раскрывая роль рынка ценных бумаг, попытаемся остановиться на тех, которые в большей степени отражают значимость и действенность этого сектора финансового рынка на развитие общих экономических процессов.

С августа 1998 года перед российской экономикой возникла необходимость решения вопроса бюджетного дефицита, что значительно осложнено наличием крупной внешней и внутренней задолженности государства. Поэтому начнем исследование роли рынка ценных бумаг с **функции повышения ликвидности долга**, которая реализуется через покрытие долга с помощью выпуска ценных бумаг.

Заключается она в том, что в экономической системе встречаются друг с другом интересы двух типов субъектов - покупателя и продавца капитала. К первым относятся те субъекты системы, которые испытывают дефицит денежных ресурсов. Среди них само государство, вынужденное изыскивать средства для покрытия превышения расходной части бюджета над доходами, а так же многочисленные корпорации, фирмы, предприятия, понуждаемые в условиях существующей конкуренции к постоянному обновлению своих фондов. В динамично развивающейся экономической системе обновление активов фирмы осуществляется через каждые 2 - 5 лет, для застойной экономики присущи сроки до 10-15 лет, более продолжительные периоды являются уже свидетельством полной отсталости хозяйства. Что касается государственного бюджета, то бездефицитное его сведение является большой редкостью в экономической практике. Поэтому государство всегда было и, скорее всего, останется самым крупным заемщиком денежных средств.

Существенная характеристика государственного долга состоит в том, что он должен считаться неподверженным никакому риску. Общество должно полностью доверять обещаниям правительства осуществлять платежи по своим долговым обязательствам своевременно, полностью и в соответствии со своими обязательствами. Кредитоспособность правительства является единственной и самой главной составляющей успеха функционирования рынка ценных бумаг.

Для достижения и поддержания этой кредитоспособности правительство должно гарантировать, что все погашения займов и процентов по ним выплачиваются полностью и в срок. До тех пор, пока инвесторы уверены в получении своих капиталов вовремя, правительство не должно иметь больших трудностей в выпуске новых займов. Это означает, что погашение старых выпусков может финансироваться за счет выпуска новых облигаций, позволяя рынку государственных ценных бумаг стать постоянным источником финансирования государства. График сроков погашения должен быть составлен таким образом, чтобы обеспечить это рефинансирование.

В российской экономике была предпринята попытка управления долгом через рынок ценных бумаг. С введением в оборот государственных краткосрочных облигаций (ГКО) на российском рынке ценных бумаг фактически начался особый этап его функционального предназначения. Однако, как утверждают некоторые эксперты, именно рынок ГКО в определенной степени явился причиной кризиса в августе 1998 года.

Процесс наращивания массы ГКО-ОФЗ продолжался до июля 1998 года, к тому моменту номинальная стоимость всех выпусков ГКО-ОФЗ составляла около 437 млрд. деноминированных рублей при доходности уже 50% годовых без учета накопленного купонного дохода (НКД). Параллельно с этими процессами курс рубля к доллару находился под жестким контролем Центрального банка РФ, не отражая тенденций других секторов финансового рынка.

Сразу после начала кризиса на мировых рынках основная часть операций сместилась в "дальние" выпуски в виду того, что российские операторы совершали перевод денежных средств из "ближних" выпусков в "дальние", надеясь получить большую прибыль при возврате доходности на предыдущие уровни. В то же время нерезиденты осуществляли массированный выход из "дальних" выпусков. Но данная тенденция продержалась недолго. Российские банки быстро поняли, что возврат к предыдущим уровням в ближайшей перспективе маловероятен, и что соответственно снижается вероятность получения высокой спекулятивной прибыли, и значительно увеличиваются риски. Банки стали уменьшать свои риски по срокам, поэтому уже в ноябре акцент сместился в более "короткие" выпуски.

Фондовый рынок в свою очередь более честно отражал реальное положение в финансово-экономической сфере России: "голубые фишки" (blue chips) потеряли в среднем 30-40% своей цены, в то время как акции второго эшелона подешевели в несколько раз и значительно потеряли в ликвидности.

В конце февраля 1998 года у многих аналитиков стало складываться мнение, что кризис миновал, на азиатских рынках наблюдался рост фондовых индексов, устойчивый рост демонстрировал американский индекс деловой активности Доу Джонс. Одновременно в России в наличии было достаточно большое количество свободных рублевых средств, выведенных до этого с финансовых рынков. Ставки межбанковского рынка колебались в пределах 20-30% годовых. Эти факторы способствовали частичному восстановлению доверия инвесторов и оживлению на всех сегментах финансового рынка России, начиная с ГКО-ОФЗ и заканчивая рынком акций. Но данная ситуация продолжалась недолго. Вскоре акции второго эшелона полностью потеряли свою ликвидность, поэтому весенние колебания на них практически не отразились. Ситуация несколько изменилась в конце июля, когда Россия договорилась с МВФ о получении кредита. Появилась надежда, что выделение таких значительных сумм со стороны МВФ вернет доверие иностранных инвесторов к стране и позволит стабилизировать финансовые рынки. За 10 дней индекс РТС вырос более чем на 40%, поднявшись со 135 до 193, дневной объем сделок вернулся в течении нескольких дней на майский уровень, превысив 50 млн. долларов. Параллельно значительно упала доходность по государственным ценным бумагам. Однако данный всплеск был весьма кратковременным: уже к началу августа индексы вернулись на предыдущие уровни и продолжили падение.

В этих крайне тяжелых условиях 17 августа Правительством России было принято решение, которое по своему эффекту напоминало "черный вторник", с той лишь разницей, что последствия августовских решений были не кратковременными и носили глобальный характер.

В настоящий момент для российской экономики важно создать сектор государственных ценных бумаг, имеющих более продолжительный срок обращения. Это во многом будет способствовать оздоровлению экономики, в большей степени поможет решить вопрос по управлению долгом. Общая кредитоспособность денежной и налоговой политики, в частности, обязательство сдерживать давление инфляции, также является неотъемлемой частью развития рынка государственных ценных бумаг. К тому же возможность долгосрочных инвестиций сократится по всей экономике.

Со временем правительство может обратится к различным группам вкладчиков и инвесторов путем выпуска целого ряда ценных бумаг с различными сроками погашения и нормами доходности. Такой подход может помочь минимизировать затраты на финансирование правительства, и в тоже самое время будет способствовать сбережениям и инвестициям частного сектора. Однако, на ранних стадиях развития рынка и при первых выпусках государственных займов выбор государственных ценных бумаг будет ограничен. Как только инвесторы приобретут опыт, покупая разные виды государственных облигаций, а рынки повысят свою ликвидность и стабильность, государство сможет разнообразить типы выпускаемых облигаций.

Вторая функция, через которую можно определить ролевую характеристику рынка ценных бумаг - **инвестиционная функция**, т.е. трансформация сбережений в инвестиции.

Продавцами капитала на финансовом рынке выступают те субъекты, которые испытывают переизбыток денежных ресурсов. Это может носить в разной степени постоянный характер. Но присутствие их свойственно всем экономическим системам. Среди них население, осуществляющее сбережение, а так же предприятия и организации, отличающиеся цикличностью движения оборотных средств, либо длительным периодом формирования собственных фондов (возможны так же и иные причины).

На современном этапе экономического развития России присуще рассматривать в качестве главного субъекта, характеризующегося избыточной финансовой позицией, население. По данным Банка России по состоянию на 1 января 1999 года граждане хранят свои сбережения в наличной валюте, не доверяя их отечественной кредитной системе, в объеме 80-85 млрд. долларов США[[10]](#footnote-10). Это эквивалентно примерно четырем российским бюджетам.

Традиционно роль смыкания интересов владельцев избыточного капитала и его потребителей выполняла банковская система. Но с развитием финансового рынка и возникновением в нем рынка ценных бумаг, последний стал замещать в определенных условиях функцию ссудного капитала. Этому способствовало наличие сходства кредитных отношений с отношениями рынка ценных бумаг, но специфика рынка ценных бумаг заключается в том, что если кредит характеризует срочность, то приобретение ценных бумаг не всегда определено сроком. Владелец ценной бумаги может продать ее в тот же день, а может оставить навсегда. Кроме того, кредиту свойственна возвратность. На рынке ценных бумаг это также допустимое, но часто не обязательное условие. Обычно возврат средств с доходом производится путем перепродажи титулов прав собственности по более выгодной цене другому инвестору. Еще одной чертой кредитных отношений является платность, которая фиксируется при акте продажи денег. Для отношений, характеризующих рынок ценных бумаг в этом плане, свойственен риск, полностью ложащийся на инвестора.

Рынок ценных бумаг характеризуют к тому же черты, которые выгодно отличают его от кредитного рынка, что позволило ему потеснить банковский капитал и занять свою особую нишу.

Особенностью привлечения финансовых средств при помощи ценных бумаг является то, что они могут свободно обращаться на рынке. Поэтому лицо, вложившее свои средства в какое-либо производство посредством приобретения ценных бумаг, может вернуть их (полностью или частично), продав бумаги. В то же время его действия не затрагивают и не нарушают сам процесс производства, так как деньги не изымаются из предприятия, которое продолжает функционировать.

Рынок ценных бумаг позволяет правительствам и предприятиям расширять круг источников финансирования, не ограничиваясь самофинансированием и банковскими кредитами. Потенциальные инвесторы в свою очередь с помощью рынка ценных бумаг получают возможность вкладывать свои сбережения в более широкий круг финансовых инструментов, тем самым, получая большие возможности для выбора.

При существовании рынка ценных бумаг вкладчик может получить прямой доступ к предприятию, и точно также предприятие может обратиться к вкладчику непосредственно как к источнику финансирования. Эти взаимоотношения свойственны первичному рынку. Вкладчик - теперь инвестор - желает иметь возможность быстро реализовывать свои инвестиции. В этой связи рынок ценных бумаг, используя посредников и формируя финансовые учреждения, создает вторичный рынок, который способствует решению таких задач.

Таким образом, основная цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в том, чтоб определять адекватный экономической системе механизм для привлечения инвестиций через формирование отношений между теми, кто испытывает потребность в средствах и теми, кто хочет инвестировать свой капитал.

Ключевой задачей, - которую должен выполнять рынок ценных бумаг в России, является, прежде всего, обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на российские предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования, накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

Назначение рынка ценных бумаг можно также увидеть через реализацию функции - **перераспределение рисков (хеджирование) путем** **купли-продажи ценных бумаг**. Остановимся на рассмотрении финансовой инфраструктуры, как системы управления инвестиционными рисками, определив основные особенности взаимодействия субъектов этой системы, существующие подходы к формированию, регулированию и оптимизации функционирования такой системы в масштабах национального фондового рынка.

В наиболее общем виде инвестиционный риск можно определить как возможность полной или частичной потери инвестируемого капитала вследствие любых причин. Рассматривая риски, связанные с операциями на фондовом рынке, следует иметь в виду, что, вообще говоря. Сами ценные бумаги и сама по себе акционерная форма собственности являются инструментами ограничения или управления рисками, связанными с производственной деятельностью предприятия, а значит, могут в терминах настоящей работы рассматриваться как элементы инфраструктуры. В этом смысле, все инвестиционные риски, возникающие, при совершении операций с ценными бумагами являются производными (вторичными) по отношению к базовым предпринимательским рискам.

В свою очередь, сталкиваясь с рисками, присущими неорганизованному рынку ценных бумаг на ранних этапах его развития, такими как риск неисполнения обязательств контрагентами, сохранности ценных бумаг, отсутствия достоверной информации, манипулирования ценами и т.п., инвестор сознает необходимость создания системы профессиональных участников фондового рынка, берущих на себя ответственность за минимизацию этих рисков и защиту интересов инвестора.

Рассмотрим далее риски, возникающие у портфельного инвестора при совершении операций на организованном рынке ценных бумаг, т.е. рынке, имеющем развитую систему финансовых посредников. Для данного уровня базовым можно считать так называемый системный, или инфраструктурный риск, заключающийся в возможности потери инвестируемого капитала вследствие непредвиденных изменений или неэффективности функционирования финансовой инфраструктуры. Стремление инвестора к его исключению ведет, в свою очередь, к возникновению потребности в органе, отвечающем за надежность и эффективность функционирования системы финансовых посредников в целом. Данную функцию, возлагаемую, как правило, на государственные учреждения или на коллективные представительные органы профессиональных участников фондового рынка, определим как регулирование.

Аналогичным образом на следующем уровне управления (на сей раз в системе регулируемого фондового рынка) инвестор сталкивается необходимостью управления политическими (законодательство, характеристики системы государственного управления и самоуправления и т.д.), макроэкономическими (структурные пропорции, темпы им уровень развития экономики) и микроэкономическими рисками (стандарты внутренней организации субъектов инфраструктуры, характеристики их систем управления, учета и контроля, особенности используемых технологий).

Таким образом, описанная схема уровней управления инвестиционными рисками демонстрирует, с одной стороны, органическую взаимосвязь всех видов инвестиционных рисков, а с другой - "замкнутость и полноту" описанного комплекса собственно инфраструктурных рисков и возможность его систематического исследования.

Из приведенных выше рассуждений очевидно, что основным способом исключения базового (или первичного) для данной системы риска является использование системы специализированных институтов, выполняющих функцию посредника между инвестором и его собственностью. В свою очередь, исключение первичного риска с неизбежностью приводит к возникновению вторичного риска, выражающегося в вероятности неадекватного функционирования того института, с помощью которого первичный риск был устранен. Другими словами, получая удобства в виде инфраструктуры, инвестор становится от них зависимым.

Рынок ценных бумаг располагает следующими способами управления вторичным риском:

мониторинг деятельности посредника, в свою очередь, включающий проведение опросов, характеризующих профессиональную деятельность посредника, в том числе с помощью стандартных анкет;

проверку операционных и информационных технологий и абсолютной и относительной эффективности функционирования посредника (при абсолютной оценке происходит сравнение количественных показателей деятельности посредника с наперед заданным набором "идеальных значений", а при относительной - сравнение с аналогичными характеристиками конкурирующих организаций);

одновременное использование нескольких посредников;

приобретение финансового или операционного контроля над деятельностью посредника.

Следующей приоритетной функцией рынка ценных бумаг является информационная функция, реализующаяся через **взаимодействие информационных потоков на участников фондовых сделок, исходящих с этого рынка.** Она состоит в том, что ситуация на рынке ценных бумаг сообщает инвесторам информацию об экономической конъюнктуре в стране и дает им ориентиры для вкладывания своих капиталов. В целом же функционирование капитала в форме ценных бумаг способствует формированию эффективной и рациональной экономики, поскольку он стимулирует мобилизацию свободных денежных ресурсов в интересах производства и их распределение в соответствии с потребностями рынка.

Ситуация на фондовом рынке сообщает инвесторам информацию об экономической конъюнктуре и дает им ориентиры для размещения своих капиталов. Данная информация представлена в курсовой стоимости ценных бумаг. Например, если цена акции какого-либо предприятия растет. ю как правило, это говорит о хороших перспективах его хозяйственной деятельности и, наоборот. Аналогичная параллель справедлива и в отношении состояния фондового рынка и экономики в целом. Падение курсовой стоимости ценных бумаг предвещает спад деловой активности и, наоборот. Из данного правила случаются исключения, однако большей частью фондовый рынок, верно, определяет вектор экономического движения. Таким образом ситуация на фондовом рынке сигнализирует о будущем состоянии экономики. Такая последовательность и связь между фондовым рынком и экономической конъюнктурой возникает потому, что вкладчики, стремясь предвидеть будущие результаты деятельности того или иного предприятия, находятся в процессе постоянного поиска и анализа информации. Если полученная информация положительна, они покупают соответствующие ценные бумаги, в противном случае - продают. В результате курсовая стоимость ценной бумаги начинает изменяться уже до того момента, как станут известны окончательные итоги деятельности данного предприятия.

Состояние фондового рынка имеет важное значение для стабильного развития экономики, его крах, т.е. сильное падение курсовой стоимости ценных бумаг за короткий промежуток времени, может вызвать застой в экономике. Это объясняется тем, что падение стоимости ценных бумаг делает вкладчиков абсолютно беднее. Как следствие они сокращают свое потребление, спрос на товары и услуги падает, у предприятий накапливается нереализованная продукция, Они начинают сокращать производство и увольнять работников, что еще больше сокращает уровень потребления. Кроме того, падение курсовой стоимости уменьшает возможности предприятий аккумулировать необходимые им средства за счет выпуска новых бумаг.

Таким образом из данного параграфа можно сделать следующие выводы о некоторых особенностях проявления функций рынка ценных бумаг в российской экономике, а именно:

функция повышения ликвидности долга не реализуется полноценно в виду того, что аккумулируемые от продажи государственных ценных бумаг денежные средства направляются не в реальный сектор экономики, а на заведомо невозвратные цели (зарплата госслужащих, погашение процентов по долгам и пр.);

инвестиционная функция не реализуется должным образом на российском фондовом рынке, так как инвесторы не заинтересованы в долгосрочных вложениях, а считают возможным участвовать только в краткосрочных спекулятивных операциях;

функция рынка ценных бумаг по минимизации риска может быть реализована через деятельность посредника между инвестором и его собственностью. Однако эта деятельность будет иметь более высокий результат при достижении информационной прозрачности рынка и при определении специфики фундаментального и технического анализа российского рынка ценных бумаг;

информационная функция, реализующаяся через воздействи6е информационных потоков на участников фондовых сделок, исходящих с этого рынка, заключается в информировании инвесторов о состоянии рыночной конъюнктуры в стране и дает ориентиры для вкладывания своих капиталов.

## Глава II Тенденции развития рынка ценных бумаг в современной экономике России

## 2.1 Особенности государственного регулирования российского рынка ценных бумаг

Развитие российской экономики протекает на фоне инвестиционного кризиса, который выражается в острой нехватке инвестиционных ресурсов на рынке, и в нежелании инвесторов вкладывать средства в реальный сектор.

Это произошло по нескольким причинам. Во-первых, это связано с общим неудовлетворительным состоянием российской экономики и с низкими инвестиционными способностями частного сектора. Во-вторых, проблема низкой инвестиционной активности усугубляется острым кризисом неплатежей. В-третьих, на состояние инвестиционной деятельности большое влияние оказывает завышенная относительно инфляции цена кредитных ресурсов, делающая их недоступными реальному сектору. Но главная причина - это высокий уровень инвестиционных рисков.

Как известно, вся совокупность инвестиционных рисков делится на две группы: рыночный риск и специфический.

Рыночный носит еще название системного или недиверсифицированного.

Рынок ценных бумаг любого государства является четким "барометром" политического климата в стране. Очень часто мы являемся свидетелями того, как курсы ценных бумаг отклоняются под воздействием новостей из политической хроники западных стран, Америки или Азии. В России же реакция рынка ценных бумаг проявляется в чрезвычайно резких реформах.

В период президентских выборов 1996 года рынок государственных ценных бумаг приобрел невиданную структуру. Инвесторами все выпуски ГКО делились на две части: те, которые погашались до первого тура голосования и на остальные. Значительная часть инвесторов не хотела рисковать и вкладывала средства только в первую часть госбумаг. Результат - гигантская диспропорция в доходности ГКО того периода. Облигации, которые погашались до проведения первого тура, из-за высокого спроса приносили своим инвесторам доход в 25-30% годовых, зато те, кто рисковал и вкладывался в дальние выпуски, получили впоследствии сверхприбыль в 180-200%.

Каждая отставка Правительства Российской Федерации, как правило, сопровождалась "обвалами" биржевой торговли акциями и облигациями. "Обвалы" характеризовались отклонениями цен от сложившихся трендов, а кардинальными изменениями движения цены.

Дело часто доходит до принудительной остановки торгов со стороны федеральной комиссии по ценным бумагам, настолько велики масштабы динамики курсов ценных бумаг.

К примеру, в период отставки Правительства С.В. Кириенко торги в Российской торговой системе останавливали два раза (падение цен составило 35%). Такими мерами государство пыталось приостановить панику на бирже, остановить массовый сброс ценных бумаг инвесторами, а так же затормозить негативное влияние рынка ценных бумаг на остальные сегменты финансового рынка.

Высокая "температура" политических катаклизмов сдерживала приток инвестиций из вне. Пик инвестиций пришелся на 1997 год - первый год после победы Б.Н. Ельцина на президентских выборах.

Тогда среди западных деловых кругов доминировала эйфория уверенности в быстром вхождении российской экономики в рыночные отношения по западным стандартам. Но довольно скоро позитивные настроения зарубежных инвесторов сменило чувство настороженного опасения.

В последующих 1999 - 2000 годах, когда постоянно происходила смена правительства, динамика иностранных инвестиций в Россию стала приобретать затухшую тенденцию.

Данный факт наглядно виден по таблице 1.

*Таблица 1. Структура иностранных инвестиций в Российскую Федерацию*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Вид инвестиций | 1997 год | 1998 год | 1999 год |
| **Прямые** | **6,2** | **2,2** | **4,3** |
| **Портфельные** | **17,3** | **8,0** | **0,1** |
| **Прочие** | **20,3** | **7,8** | **5,2** |
| **Всего** | **43,8** | **18,0** | **9,6** |

Следующим фактором неблагоприятного политического "климата" в стране стала ненормально высокая доходность по ценным бумагам. Кредиторы с обоснованной опаской расценивали возможность инвестирования средств в условиях, когда страну сотрясают участие в военных действиях, отставки, скандалы, импичменты президента, забастовки и т.д. При таких обстоятельствах прельстить их к вложению средств возможно не иначе, как высокой ставкой дохода и краткосрочностью времени инвестирования. Принципом работы становится: "Получи высокий доход и немедленно уходи с рынка, фиксируя прибыль". Деньги в буквальном смысле становятся "горячими". Заемщик не в состоянии их надолго удержать в своем обороте, а плата за пользование "обжигает" непомерным процентом.

В период гиперинфляции 1992 - 1995 процентные ставки по ценным бумагам достигали до 400% годовых; сроки привлечения средств часто ограничивались одним месяцем. На иных условиях деньги занять было практически невозможно.

В относительно благополучном 1997 году ставки упали до 20% годовых, а сроки инвестирования средств уже составляли шесть месяцев и год.

Период стабилизации оказался непродолжительным. И хотя Правительства, сменяющие друг друга, оказались в состоянии удержать финансовый рынок от скатывания в гиперинфляцию, условия предоставления средств инвесторами вновь ожесточились. В 1999 году нормой стал процент дохода не ниже 50% годовых, сроки инвестирования средств сократились от 1 до 3 месяцев.

В основе резкой реакции рынка ценных бумаг России на факторы политической нестабильности лежит обоснованный вывод инвесторов о высоком уровне системного риска в стране. Системный риск - это риск, которому подвергается не отдельный участник рынка, а вся экономическая система. Следовательно, при реализации подобного риска потерь избежать не удастся.

Учетная ставка Центрального банка страны является важным макроэкономическим показателем, на который ориентируется весь финансовый рынок государства, в том числе рынок ценных бумаг. Наглядный пример - ситуация со ставкой Федеральной Резервной Системы США (аналог учетной ставки в России). В 2001 году повышение ставки ФРС сего на 0,25% привело к существенному оживлению активности фондового рынка. Индекс Доу-Джонса побил рекордный уровень в 11299 пункта. Такая взаимосвязь естественна для стран с развитой экономикой, но не для России, переживающей время утверждения рыночных отношений.

В период 1994 - 1998 г. г. основным механизмом определения оптимального уровня учетной ставки рефинансирования служили торги по государственным ценным бумагам. Средневзвешенная доходность по ГКО, а затем вместе с ними и ОФЗ предоставляли Центральному банку РФ объективный ориентир цены, за которую инвестор был готов кредитовать государство. Динамика изменения учетной ставки рефинансирования приведена в таблице 2.

*Таблица 2. Соотношение ставок ГКО\_ОФЗ и Центрального Банка РФ в период 1992-1999 годов (% годовых)*

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| ПОКАЗАТЕЛЬ | 1992 год | 1993 год | 1994 год | 1995 год | 1996 год | 1997 год | 1998 год | 1999 год |
| **Ставки доходности государственных ценных бумаг\*** | **0** | **0** | **172,3** | **161,8** | **85,8** | **26,0** | **60,0** | **82,3** |
| **Учетная ставка Центрального банка Российской Федерации\*\*** | **60** | **135** | **173** | **185** | **104** | **32** | **53** | **57** |

\* Средневзвешенная ставка по ГКО-ОФЗ, независимо от срока погашения.

\*\* Средневзвешенная ставка ЦБ РФ за год

Из таблицы видно, что учетная ставка ЦБ РФ сильно коррелирует с доходностью по государственным ценным бумагам. 1992 и 1993 годы выпадают из анализа, так как в этот период рынок государственных ценных бумаг не существовал. Тогда ставка рефинансирования определялась расчетным путем, который естественно носил отпечаток субъективности. Кроме того, следует отметить ослабление корреляции в 1998 - 1999 г. г. Это результат практически полного разрушения рынка ГКО - ОФЗ после кризиса 17 августа 1998 года. К этому моменту торги по государственным ценным бумагам сжались до минимального размера, ликвидность рынка была потеряна и он перестал быть объективным индикатором. С этого времени государство вернулось к определению ставки Центрального банка директивным путем. В результате она стала отражать не рыночное состояние спроса и предложения на денежные ресурсы, а выражало одностороннюю позицию государства. Правительство как бы говорило, что заинтересовано в привлечении ресурсов, но больше указанной цены платить не собирается. Инвесторы же, принимая во внимание данное обстоятельство, направляли средства в более доходные финансовые инструменты. Например, валюту. Итог: учетная ставка стала носить чисто индикативный характер.

В период рыночного определения ставки техника ее фиксации сводилась к тому, что Центральный банк утверждал ее по максимальному уровню доходности торгов ГКО - ОФЗ. Это наглядно видно по данным таблицы 2. В период за 1994 по 1997 годы ставка рефинансирования всегда превышала средний уровень доходности государственных ценных бумаг.

Это было время внимания к учетной ставке Центрального Банка, как к авторитетному рыночному показателю, верно отражающему соотношение спроса и предложения на денежные ресурсы. Следствием такого отношения стала возможность для Банка страны использовать новые базовые финансовые показатели: ставку доходности по операциям РЕПО (прямой и обратный выкуп государственных ценных бумаг Банком России у первичных дилеров рынка ГКО) и ставку ломбардных кредитов. И то, и другое формировалось ЦБ РФ в зависимости от величины ставки рефинансирования.

Как видно из материалов таблицы 3, практически во всех случаях ставки по операциям РЕПО и ломбардных кредитов совпадают со значениями учетной ставки Центрального Банка РФ.

*Таблица 3. Корреляция базовых ставок Центрального Банка РФ (% годовых)*

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Дата установления ставок РЕПО и ломбардных кредитов Банком России | Учетная ставка Банка России | Ставка доходности по операциям РЕПО (максимальная) | Стоимость ломбардных кредитов Банка России (максимальная) |
| **1** | **2** | **3** | **4** |
| **29 июня 1998 года** | **80** | **80** | **80** |
| **5 июня 1998 года** | **60** | **60** | **60** |
| **27 мая 1998 года** | **150** | **150** | **150** |
| **19 мая 1998 года** | **50** | **50** | **50** |
| **18 мая 1998 года** | **30** | **30** | **40** |
| **16 марта 1998 года** | **30** | **30** | **30** |
| **2 марта 1998 года** | **36** | **36** | **36** |
| **24 января 1997 года** | **48** | **25** | **48** |
| **2 декабря 1996 года** | **48** | **25** | **--** |
| **2 октября 1996 года** | **60** | **40** | **--** |
| **19 августа 1996 года** | **80** | **40** | **--** |

Примечание:

1) в 1996 году ЦБ РФ ломбардные кредиты не предоставлял.

2) в 1999 году ЦБ РФ операции РЕПО не совершал и ломбардные кредиты не предоставлял.

Таким образом, государство давало ориентир стоимости, под которую оно готово занимать деньги у инвесторов.

В отдельный период государство, используя высокий авторитет учетной ставки рефинансирования, как объективного показателя состояния финансового рынка, успешно оказывало влияние на рынок ценных бумаг. В начале 1998 года, когда стала возникать угроза раскручивания доходности по финансовым инструментам, государство несколько раз шло на искусственное понижение учетной ставки. И рынок ценных бумаг реагировал традиционно: доходность облигаций и акций падала. Другое дело, что продолжаться так постоянно не могло. После того, как инвесторы выявили неблагополучное состояние бюджета страны, они перестали реагировать на сигналы ставки рефинансирования. Доходность по ценным бумагам вновь начала возрастать.

В итоге с 1999 года финансовый рынок страны не имеет объективной рыночной учетной ставки. И рынок ценных бумаг использует ее исключительно в качестве индикативного показателя. Для реальных сделок привязка расчетов окупаемости и доходности операций стала производиться с учетом сложившегося курса доллара США. Наглядный пример, эмиссия 1999 в году рядом российских компаний при поддержке Министерства финансов РФ и Федеральной комиссии по ценным бумагам долгосрочных облигационных займов (имеются в виду ОАО "ЛУКойл", РАО "ГАЗПРОМ", РАО "ЕЭС" и другие). Во всех облигациях купонный доход соотносится с курсом американской валюты.

Государственные ценные бумаги играют существенную роль на рынке ценных бумаг. Начнем с того, что правительства являются самыми крупными заемщиками денег и делают это на внутреннем рынке страны в форме выпуска облигаций. Доля государственных ценных бумаг в общем объеме рынка ценных бумаг в развитых странах достигает 90%. Во-вторых, традиционно рынок правительственных заимствований относят к категории самых надежных. В силу этого ставки дохода по госбумагам являются определяющими для остальных фондовых инструментов. И, наконец, государственные бумаги используются правительствами для регулирования финансового рынка. Увеличивая размеры своих займов, государство уменьшает объем несвязанных ресурсов и тем самым ослабляет спрос со стороны инвесторов на все остальные сегменты финансового рынка. И, наоборот, прибегая либо к досрочному выкупу государственных облигаций, либо к сокращению объема размещения правительство стимулирует спрос на другие виды ценных бумаг. Оказывая влияние на механизм спроса - предложения, госзаймы влекут к росту или падению ставок дохода. В свою очередь это приводит к изменению инвестиционных потоков государства.

За последнее время рынок государственных ценных бумаг пережил время бурного развития (1994 - 1997г. г), который завершился в конце 1998 года крахом. Дефолт о государственным ценным бумагам, объявленный правительством С.В. Кириенко и поддержанный следующим Кабинетом Е.М. Примакова нанес тяжелый удар по авторитету всего рынка ценных бумаг.

Главные причины развала рынка государственных ценных бумаг заключаются в:

"пирамидальном" характере реинвестирования долга государства через ценные бумаги;

чрезмерно высоких ставках дохода;

значительной доле нерезидентов;

спекулятивном характере.

В 1998 году эти факторы набрали критическую массу, которая привела к обвальной цепной реакции. Сначала нерезиденты, напуганные Юго-Азиатским кризисом, попытались в массовом порядке вывести свои инвестиции из России. Это еще выше взвинтило доходность по государственным ценным бумагам. Резко возросшие расходы Правительства высветили громадную несбалансированность государственного бюджета. Теперь уже побежали отечественные инвесторы. "Пирамида" ГКО потеряла опору и рухнула.

Попытки государства восстановить рынок своих долговых обязательств пока не привели к существенным сдвигам. Эмиссия с октября 1998 года Центральным банком РФ "БОБРов" (бескупонных облигаций Банка России) вскоре была запрещена ФКЦБ, как противоречащая действующему законодательству. Рынок ГКО, реинвестированный в одностороннем порядке в долгосрочные ОФЗ с низкой купонной ставкой и со сроком погашения в несколько лет, не заинтересовал инвесторов ни величиной доходов, ни длительностью срока обращения.

В 2001 году ситуация на рынке внутренних государственных облигаций заметно изменилась. По сравнению с предыдущим периодом среднемесячные обороты на рынке снизились с 15 до 11 млрд руб., при этом более активную роль на рынке стал играть Минфин России как эмитент государственных обязательств. Рост цен по облигациям продолжился, хотя и более медленными темпами. По итогам года доходность государственных ценных бумаг снизилась с 23 до 16% годовых.

Рынок государственных ценных бумаг еще далек от совершенства, но некоторые события позволяют утверждать, что 10-летний этап его нестабильного развития заканчивается. Кульминацией нестабильного развития явился фактический "паралич" торговли ГЦБ в конце 2001 года, когда трейдеры объявили своего рода "итальянскую забастовку" эмитенту. На торгах они присутствовали, но оборотов не давали. 2002 год закончился на более оптимистичной ноте. Рынок государственных облигаций впервые с 1997 года вернул себе статус ориентира по процентным ставкам на долговом рынке. Произошло это, с одной стороны, благодаря макроэкономической стабилизации и избытку рублевой ликвидности в финансовой системе, а с другой - благодаря усилиям Минфина и Центробанка, пересмотревших в прошедшем году заемную политику на внутреннем рынке, а также методы регулирования денежного рынка.

В то время, как доходность государственных облигаций в 2001 году была отрицательной, в 2002 году снижение темпов инфляции с 18,6 до 15,1% годовых вернуло реальную доходность вложений в госбумаги на положительный уровень.

Начавшееся в октябре 2002 года замедление годовых темпов девальвации рубля на фоне снижения доходности суверенных еврооблигаций сделало исключительно выгодной перекладку во внутренние гособлигации. Впервые за последние два года такая операция обеспечила премию 2%.

Вместе с благоприятным макроэкономическим фоном инвесторам в ОФЗ способствовали и субъективные факторы: на рынок внутреннего долга вернулся Минфин, поставленный перед необходимостью инвестирования накопительной части пенсий и стерилизации избыточной рублевой ликвидности в финансовой системе.

В итоге, в 2002 году рынок ГКО/ОФЗ вернул себе роль главного ориентира по процентным ставкам в экономике, и динамика смежных сегментов долгового рынка стала во многом определяться поведением инвесторов и главного эмитента на рынке государственного долга.

Особый интерес для рынка ценных бумаг России представляет действующая налоговая система. Являясь частью общегосударственной налоговой системы, она несет на себе отпечаток фискальной функции при малом значении или при полном игнорировании других функций.

В России, по сравнению с западными странами, более ограниченно используются налоговые льготы функционального характера. При существующем "голоде" на инвестиционные ресурсы практически отсутствуют стимулирующие льготы на инвестиции, а также на реинвестиции из прибыли. В этом ряду редким исключением является Саратовская губерния, где в 1999 году постановлением Губернатора, а также решениями Правительства и областной Думы приняты нормативные документы по щадящему режиму налоговых отчислений из прибыли предприятий в части поступлений в областной бюджет, осуществляющих инвестиции в регионе**[[11]](#footnote-11)**.

Кроме того, в налоговой системе страны существуют многочисленные налоги на федеральном, региональном и местном уровнях, которые также покрываются за счет прибыли предприятия. Наиболее значимы из них налоги на имущество и за пользование недрами и природными ресурсами.

Поэтому фактически в государственный бюджет изымается 80-90% общей прибыли предприятий и организаций**[[12]](#footnote-12)**. Подобное налогообложение действует разрушительно на инвестиционные стимулы юридических лиц.

Серьезным сдерживающим фактором в развитии рынка ценных бумаг остается сохраняющаяся проблема двойного налогообложения дохода с инвестиций. В российской действительности это выглядит следующим образом. Инвестор, осуществив вложения в акционерное общество, ожидает получить на них через определенное время доход. Но прибыль акционерного общества подвергается налогообложению со стороны государства. Затем из образовавшейся таким путем чистой прибыли производится начисление дивидендов акционерам и при этом государство вновь взыскивает налог в пользу бюджета. Следовательно, с одной и той же суммы дважды взыскиваются налоги. Привлекательность инвестиционных фондов, где акционеры получают значительно ниже доход на рубль вложенных средств по сравнению с другими формами инвестиций, вполне естественно минимальна. И, если в 1994 году число инвестиционных фондов в России составляло 662, то в настоящее время их уже меньше 300 и количество продолжает неуклонно сокращаться. Налицо явное противоречие в политике государства. С одной стороны, декларируемые поддержка инвестиционной деятельности и защита акционеров, с другой, ее дискредитация пагубной налоговой системой.

Отрицательные финансово-экономические последствия подобной налоговой системы очевидны. Фискальный крен, а не только несовершенство налоговых служб вызывает огромные масштабы укрытия доходов от налогов (в несколько раз выше аналогичных показателей Запада).

Для российской практики государственного регулирования рынка ценных бумаг оказалось характерным доминирующее положение эмитентов над инвесторами. Начнем с того, что уже в "Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации", принятой в 1996 году декларировался тезис о защите эмитентов. Внимание при этом акцентировалось на монополии и стратегически важные предприятия, играющие исключительную роль в экономике страны**[[13]](#footnote-13)**. В качестве мер такой защиты называлось требование об обязательном раскрытии информации об инвесторах, регулировании процесса скупки крупных и контрольных пакетов и т.п. Поскольку деятельность подобного рода эмитентов напрямую связана с экономической безопасностью государства, меры государственной защиты от недобросовестных инвесторов объяснимы.

## 2.2 Анализ практики функционирования рынка ценных бумаг

Развитие российской экономики протекает на фоне инвестиционного кризиса. Он выражается, как в острой нехватке инвестиционных ресурсов на рынке, так и в нежелании инвесторов (как внутренних, так и внешних) вкладывать средства в реальный сектор. Причин здесь несколько, но главная - это высокий уровень инвестиционных рисков.

Вся совокупность инвестиционных рисков делится, как известно, на две группы: рыночный риск и специфический риск.

Рыночный риск зависит от экономической, психологической и политической обстановки, которая имеет свойство воздействовать сразу на все ценные бумаги. Он может носить глобальный характер, т.е. влиять как на всю мировую систему рынка ценных бумаг, так и оказывать влияние только на отдельные государства, т.е. иметь страновую ограниченность. В период устойчивого развития местной экономики страновые риски, естественно, минимальны. В остальное время региональные рынки подвержены, как глобальным, так и своим национальным рискам. В качестве иллюстрации можно привести пример ситуации на рынке ценных бумаг России в 1998 году (рис.4 приложение 1)

Это период тяжелого кризиса отечественного фондового рынка, когда наложилось друг на друга отрицательное влияние политических факторов (отставка Правительства С.В. Кириенко), сложности с обслуживанием обязательств по государственным ценным бумагам, сокращение золотовалютных резервов Банка России и т.д. с отрицательной конъюнктурой ценных бумаг на мировом рынке.

Главным показателем, характеризующим "температуру" рынка ценных бумаг, является фондовый индекс. Американский индекс Доу-Джонса занимает в этом ряду лидирующее положение в силу значительной доли обращения на мировом рынке ценных бумаг США, а также влияния их инвесторов. К "дыханию" этого индекса прислушиваются абсолютно во всех частях света. И соответственно строят свою тактику и стратегию. Рост или падение буквально на доли процентов индекса Доу-Джонса вызывает стремление к скупке или сбросу корпоративных ценных бумаг на региональных рынках ценных бумаг Европы, Азии, России, Латинской Америки. Падение американского индекса на 5-10% оценивается специалистами как фондовый кризис, а аналогичный взлет цен - "перегретость" рынка.

Российский рынок ценных бумаг также сильно зависит от изменчивости индекса Доу-Джонса (DJI). Вызвано это следующими причинами: противоречие в политике государства. С одной стороны, декларируемые поддержка инвестиционной деятельности и защита акционеров, с другой ее дискредитация пагубной налоговой системой.

Российский рынок ценных бумаг также сильно зависит от изменчивости индекса Доу-Джонса (DJI). Вызвано это следующими причинами:

преобладанием на российском рынке американских инвесторов;

значительной "долларизацией" российской экономики;

зависимостью отечественной экономики от американских поставок высокотехнологического оборудования;

попытками использования в России американского опыта строительства инфраструктуры фондового рынка и его регулирования (что прежде всего касается рынка акций).

На графике Рис.6 (приложение 1) хорошо видно, как коррелируют российский и американский фондовые индексы в период с января по сентябрь 1998 года.

Отставание динамики индекса РТС от DJI в октябре-декабре уже вызывалось внутренними причинами. Напомним, что это было время жестокого кризиса банковской системы России, когда нарушилась система расчетно-кассового обслуживания юридических лиц. Профессиональные инвесторы вынуждены были свернуть операции с ценными бумагами.

Похожим образом оказывают влияние на отечественный рынок ценных бумаг фондовые индексы других развитых стран мира. К слову сказать, динамики их изменений очень схожи друг с другом.

Таким образом, падение ведущих мировых фондовых индексов влечет за собой существенное снижение котировок российских бумаг. Важно отметить, что в последнее время для отечественного рынка ценных бумаг конъюнктура мирового рынка сложилась неудачно.

Кризис рынка ценных бумаг России в 1998 году при всем наличии внутренних причин был в значительной степени усилен в середине года внешними обстоятельствами - разразились фондовые кризисы в целом ряде развивающихся стран (Юго-Восточной Азии и Латинской Америки). Нерезиденты, спасая инвестиции в этих странах, решили не искушать судьбу в России и начали вывод средств с рынка ценных бумаг нашей страны. Резкий рост мировых индексов в 1999 году российский рынок ценных бумаг не смог использовать в полной мере. Иностранные инвесторы после случая с дефолтом по государственным ценным бумагам не желали больше вкладывать свои деньги в Россию. В настоящее время мировой рынок ценных бумаг оценивается, как перегретый: рубеж Доу-Джонса свыше 10000 пунктов является рекордным за всю его историю. Поэтому логично ожидать коррекции мирового рынка в сторону понижения, а это, естественно, неблагоприятно скажется на фондовом рынке России. **[[14]](#footnote-14)**

В январе 2003 года индекс Доу-Джонса снизился на 3,5%, так что трейдеры не ждут в этом году от фондового рынка США ничего хорошего. Зато управляющие портфелями, работающие на рынках Восточной Европы настроены оптимистично. В прошлом году фондовые рынки Восточной Европы показали один из лучших результатов в мире. Российский индекс РТС вырос на 38% в долларовом выражении. Фондовый рынок России становится все более привлекательным в глазах иностранных инвесторов, в частности из-за улучшения корпоративного управления.

На среднесрочном горизонте (2-3 года) несомненный интерес вызовут корпоративные облигации - один из наиболее динамично развивающихся секторов национального фондового рынка. Достаточно сказать, что обороты вторичного рынка этих инструментов и объемы первичного размещения в 2002 году почти в два раза превысили показатели 2001 года. В случае сохранения в 2003 году тенденции к постепенному снижению процентных ставок, дальнейшей стабилизации валютного курса и к сокращению уровня инфляции можно ожидать дальнейшего роста интереса инвесторов к российским ценным бумагам**[[15]](#footnote-15)**.

Но главная причина высоких инвестиционных рисков для отечественного рынка ценных бумаг сосредоточена не в неблагоприятной международной конъюнктуре, а внутри страны. То есть речь необходимо вести о существующем значительном страновом риске.

Начать следует с того, что сводный анализ политической и экономической обстановки, периодически осуществляемый международными рейтинговыми агентствами, позволил им в 1999 году отнести Россию, с точки зрения инвестиционного риска, к странам, в которых вероятен "ограниченный дефолт по обязательствам". Ниже этого уровня существует только одна оценка - "риск полного дефолта". На сегодняшний же день РФ относится к странам, имеющим возможность "инвестиционного риска"

Для сопоставления приведем условную градацию основных уровней шкалы рисков международных рейтинговых агентств (Standart and Poor's, Mood's и Fitch IBCA):

инвестиционный риск

спекулятивный риск

аутсайдер

ограниченный дефолт

полный дефолт.

Для рынка ценных бумаг России наивысшей достигнутой оценкой было отнесение в период 1996 - 1997 годов к типу стран, имеющих "спекулятивный риск" для инвесторов. Это была типичная оценка, для стран с развивающейся экономикой, внушающих оптимистическую перспективу. К их числу относили:

Бразилию, Мексику, Польшу и другие страны.

С того времени политическая и экономическая ситуация в стране резко ухудшилась. Правительство, начиная с октября 1998 года, ведет перманентные переговоры с Парижским и Лондонским Клубами кредиторов, с Международным валютным фондом и другими зарубежными организациями об отсрочке и списании части внешних долгов России. Задерживаются выплаты процентов по облигациям внутреннего валютного государственного займа (ОВВГЗ), проведена практически принудительная реструктуризация ГКО и ОФЗ, введены сдерживающие схемы вывода капиталов нерезидентами. Совокупность этих факторов вынудило рейтинговые агентства пересмотреть в отрицательную сторону уровень инвестиционного риска по России в 1999 году. Нашими соседями по группе риска в этот период были такие страны, как Кения. По определению Standart and Poor's, эмитент с рейтингом категории "ВВ" (именно такой имела Россия в 1999 году) "находится в состоянии неуверенности и подвержен неблагоприятным деловым, финансовым и экономическим обстоятельствам, результатом которых может явиться недостаточная способность выплатить свои долговые обязательства**[[16]](#footnote-16)**. И только после достижения соглашения между Россией и Лондонским клубом кредиторов в феврале 2000 года о списании 36% долга и 30-летней рассрочке по остальной части рейтинговые агентства переместили нашу страну по шкале риска на менее опасную для инвесторов ступеньку - "В"**[[17]](#footnote-17)**.

Международный рейтинг играет очень важную роль. Многим международным инвесторам не разрешается уставами (а также регулирующими мерами своих государств) вкладывать средства в ценные бумаги тех стран, которым не присвоен "инвестиционный уровень риска". Вот почему Россия так и не дождалась в 1996 - 1997 года прихода на рынок ценных бумаг зарубежных портфельных инвесторов. Рисковый же капитал венчурных инвестиционных фондов лишь дестабилизировал рынок ценных бумаг страны: сначала взвинтив цены на бумаги, а затем ускорил его разрушение "обвалом" курсов. В условиях же, когда стране присвоен уровень "ограниченного дефолта" даже высокопрофессиональные зарубежные спекулянты боятся потерять свой капитал, и поэтому мы наблюдаем их постоянные попытки вывести свои "застрявшие" средства с российского рынка ценных бумаг**[[18]](#footnote-18)**.

Для современной России страновый инвестиционный риск заключен прежде всего в нестабильности политической и экономической системы. Политические события, вызывающие тревогу инвесторов, настолько многочисленны, что мы остановимся на самых главных: военные действия в Чечне, скандалы о коррумпированности высших эшелонов власти, криминализация экономики, нежелание законодательной власти узаконить частную собственность на землю и т.д. .

Что касается рынка корпоративных ценных бумаг, то опасения инвесторов прежде всего связаны с возможностью национализации компаний, о чем неоднократно заявлялось отдельными депутатами нижней палаты парламента и Федерального собрания России.

Естественно, что подобные политические условия не могут быть расценены, в качестве способствующих инвестициям. Поэтому очень важным на сегодня является формирование в России стабильной, пользующейся авторитетом, а главное, дееспособной системы государственной власти.

С экономической точки зрения повышенный инвестиционный риск в России обусловлен отсутствием сильного производственного потенциала, широкодиверсифицированного набора финансовых инструментов (в том числе системой хеджирования рисков), а также молодой инфраструктурой фондового рынка.

Национальная экономическая политика нанесла непоправимый ущерб нашей стране. Она превратила экономического "гиганта", каким Россия была в начале века, в экономического "карлика", едва различимого на карте мира. Удельный вес России в современных границах в населении мира сократился более чем вдвое - с 5,3% в 1913 году до 2,5% в 1998 году, а в производимом валовом внутреннем продукте - почти втрое - с5,1%в1913 году до 1,6% в 1998 году**[[19]](#footnote-19)**.

За прошедшие 85 лет радикально изменилось место России в мире по уровню экономического развития. По производству ВВП на душу населения в 1913 году Россия отставала от США в 3,5 раза, а в 1998 году - уже почти в 7 раз. По уровню экономического развития в 1913 году Россия занимала 24-е место в мире, в 1998 году - уже 104-е**[[20]](#footnote-20)**.

По размерам произведенного ВВП в 1913 году Россия была одной из крупнейших стран мира и занимала среди них 4-е место. Экономические эксперименты текущего столетия привели к тому, что в 1998 году Россия опустилась на 15-е место. Россию обошли не только страны "Большой семерки", не только Китай и Индия, но и Бразилия, Мексика, Индонезия, Канада, Испания, Южная Корея. В 2001 году Россия по размерам ВВП занимала пятнадцатое-шестнадцатое место в мире, а по размерам фондового рынка - лишь тридцатое. Более 90% расчетов в РТС осуществлялось через офшорные счета, половину рынка держали иностранные инвесторы. Лишь 300 российских компаний имели биржевые котировки, акции только 20 из них ликвидны. Фондовый рынок слабо справлялся с задачей привлечения инвестиций в экономику. Крупнейшие покупки и слияния года прошли минуя него. Единственное исключение - скупка акций "Аэрофлота" "Сибнефтью" и "Русалом". Тем не менее по темпам роста рынка мы разделили мировую пальму первенства с Китаем.

Совершенно естественно, что слабый экономический потенциал не в состоянии конкурировать с сильными экономиками в инвестиционной привлекательности, поскольку имеет меньше шансов выстоять в условиях экономического соперничества. Кроме того, слишком узка в России "пропускная способность переваривания" инвестиций в сравнении с денежными массами, которые вращаются на международных финансовых рынках.

На современном рынке ценных бумаг России недостаточное количество финансовых инструментов. Профессиональные участники рынка имеют весьма узкий спектр доступных фондовых активов. Это, с одной стороны порождает недостаток капитализации, а с другой - сужает участникам рынка пространство для маневра, заставляя из излишне резко реагировать на любую информацию, связанную с эмитентами ведущих ценных бумаг. Эта особенность вызвана следующими обстоятельствами. С одной стороны, сами эмитенты - акционерные общества - не слишком стараются вывести свои акции на рынок. С другой - вся существующая инфраструктура и система регулирования ориентированы на крупных эмитентов, масштабы которых позволяют работать с ними иностранным инвесторам. В результате получается порочный круг, в котором с рынка уходят все компании-эмитенты кроме "голубых фишек".

Что касается инфраструктуры рынка ценных бумаг России, следует заметить, что она в нашей стране до 90-х годов вообще отсутствовала, сейчас происходит активное строительство инфраструктуры, которое не может не обойтись без естественных издержек. Поэтому вся совокупность причин, приводящих к наличию инвестиционных рисков, сводится:

недостаточной нормативной базе, регулирующей функционирование инфраструктуры;

низкому уровню материально-технического оснащения;

недостатку профессионализма кадрового состава, обслуживающего инфраструктуру;

в отдельных случаях несоответствия со сложившимися международными стандартами обращения ценных бумаг;

Ко всему прочему проступают отрицательные черты, на которые ее время инвесторы стали концентрировать самое пристальное внимание:

1) нецелевое использование бюджетных средств;

Созданная система казначейства, призванная доводить бюджетные деньги по целевому назначению, контролирует немногим более половины бюджетных средств. Остальные бюджетные деньги проходят через уполномоченные коммерческие банки, у которых весьма велик соблазн пустить их не по целевому назначению, а использовать в собственных интересах. Поэтому постоянно мы слышим о несвоевременном поступлении средств под сезонный "осенний завоз" в регионы Крайнего Севера и Дальнего Востока, задержки с выплатами бюджетникам, пенсионерам и прочее.

Следует заметить, что в США кассовое исполнение бюджета возложено исключительно на 12 федеральных территориальных резервных банков с их 25 филиалами. Даже с учетом того, что почти половина коммерческих банков США является членами Федеральной резервной системы, они не имеют права держать на своих счетах бюджетные средства.

Кроме того, серьезные сбои в налоговом и бюджетном процессах происходят в банковском обслуживании налоговых платежей. Эта сфера стала одним из основных каналов сокрытия доходов и уклонения от уплаты налогов. Между тем Центральный банк, по оценке Счетной палаты РФ, не в состоянии эффективно контролировать систему коммерческих банков, участвующих в обслуживании налоговых платежей. Есть основания утверждать, что банки также используют средства, полученные в виде таможенных платежей, в частности, для перечисления за рубеж и выдачи льготных кредитов.

С учетом отмеченных обстоятельств можно констатировать, что любая дополнительная денежная масса, жизненно важная для экономики, нормализации платежеспособного спроса, создания импульса для инвестиционной активности, представляет серьезную проблему для финансовой системы. Эти деньги могут уйти "в песок", на спекулятивные сделки на фондовом рынке, дестабилизировать валютный рынок и т.д.

Инвесторы отмечая нецелевое использование бюджетных средств в России не могут быть спокойны: во-первых, за целевое движение и использование их собственных капиталов; во-вторых, за способность государства в срок и в полной мере расплатиться по своим долговым обязательствам. Настороженное отношение по данному вопросу является неблагоприятным фоном рынка ценных бумаг.

2) отсутствие существенных позитивных сдвигов в реальном секторе экономики;

Весь период 90-х годов отмечен для российской экономики чертами развития кризисных явлений, которые проявляются в затухающей или обостряющейся форме. Позитивные проявления носят, как правило, временный характер. Ниже в диаграмме на рис.11 отчетливо видно уровень ежегодного падения производства к августу 1998 года. Дальнейший непродолжительный подъем был вызван ростом конкурентоспособности отечественной продукции вследствие удорожания импортных замещающих после резкой девальвации рубля.

Но конец 1999 года уже демонстрировал затухание подъема и переход к стабилизации. Российская экономика вновь упустила возможность произвести в удобных для нее условиях структурную перестройку.

Инвесторов трудно заинтересовать вкладывать свои деньги при такой картине. Ко всему прочему, следует добавить сохраняющийся низкий уровень качества отечественной продукции, технологическую отсталость оборудования, изношенность основных средств.

3) непрозрачность национальных финансовых институтов;

Инвестор, который не получит подробной и точной информации о том, на какие цели его деньги будут потрачены, каковы финансовые успехи и промахи объекта его предполагаемых инвестиций, отдаст их туда, где от него не скрывают информацию, а, наоборот, предоставляют ее для того, чтобы он принимал адекватные ситуации решения. Поэтому: нет информации - нет инвестиций.

Менеджеры (собственники) компаний в настоящее время еще не осознают преимущества открытия информации для привлечения инвестиций.

Что касается информации о торговых операциях, то в 1993 - 1996 г. г. большинство ценных бумаг продавалось и покупалось на внебиржевом рынке при отсутствии учета операций и технических средств для объявления котировок на продажу и покупку. Если и выставлялись котировки в какой-либо системе, они в лучшем случае были индикативными (информационными). Создание Российской торговой системы (РТС) в мае 1995 года (и введение твердых котировок) привело к заметно возросшему в последнее время объему информации, однако этого недостаточно в масштабах рынка. Второй существенный сдвиг в этой области будет достигнут, когда реально заработает предусмотренный постановлением ФКЦБ Технический центр раскрытия информации.

В марте 1997 года решено также, что к 202 крупнейшим российским эмитентам будут предъявляться наиболее жесткие требования по прозрачности финансовой деятельности. Но в России в настоящее время действует более 30 000 открытых акционерных обществ. Поэтому можно представить, каким "темным лесом" предстает перед инвестором российская экономика.

Кроме того, необходимы и технические условия для распространения информации. И в данном случае российский рынок ценных бумаг вновь сталкивается с традиционной проблемой недостатка финансовых ресурсов. Частично сняло напряженность этой проблемы введением с февраля 1996 года Internet-сервера ФКЦБ России, на котором раскрывается весьма ограниченная информация: нормативные документы, а также сведения о выданных лицензиях и другая информация о регистраторах, депозитариях, управляющих компаниях паевых инвестиционных фондов, специализированных депозитариях и др.

4) несущественная экономическая значимость среднего и малого бизнеса;

Для российского рынка ценных бумаг, как и для всей экономики, характерно засилье крупных экономических структур, которые оказывают довлеющее влияние. Данный факт зримо предстает по объектам и субъектам организованного и внебиржевого рынка ценных бумаг.

В первом случае мы наблюдаем, что основные торгуемые ценные бумаги сосредоточены на акциях ограниченного круга эмитентов. К примеру, в 1999 году в РТС главные обороты торгов совершались по таким эмитентам, как РАО "ЕЭС", АО "Мосэнерго", ОАО "ЛУКойл", ОАО "Ростелеком", АО "Сургутнефтегаз" и АКБ Сбербанк. Абсолютно та же картина в Фондовой секции Московской межбанковской валютной бирже: почти 90% всех сделок приходится на вышеперечисленные активы. На Московской фондовой бирже к этим же ценным бумагам добавляются акции ОАО "Газпром".

Похожая ситуация на рынке долговых облигаций. Появившиеся в 1999 году корпоративные облигации не вышли за пределы списка вышеназванных эмитентов.

Подобная монополизация рынка ценных бумаг вызвана тем, что в стране чрезвычайно немногочисленны акционерные общества, которые могут заинтересовать инвесторов. В числе причин: отрицательные результаты финансовой деятельности и отсутствие государственной поддержки малого и среднего бизнеса. А также непонимание руководителей компаний в необходимости обеспечения открытости их деятельности, нежелание проходить процедуру листинга для участия в биржевых торгах, отсутствие рекламной работы и элементарное неумение работать с инвесторами.

Рассматривая субъектов рынка ценных бумаг, сталкиваешься примерно с такой же немногочисленной группой операторов. Буквально на слуху названия инвестиционных компаний, сосредоточивших главные рычаги экономического влияния на фондовый рынок: "Тройка-Диалог", "МФК-Ренесансс", "АТОН", "Метрополь" и некоторые другие. Каждая из них обладает размером собственного капитала в несколько миллиардов рублей, а обрабатывает в течение года сотни миллиардов.

Засилье на рынке ценных бумаг России небольшого числа гигантов делает крайне рискованной положение рядовых инвесторов.

Ограниченное число ликвидных акций лишает инвесторов возможности диверсификации своих вложений. В дополнение ко всему движение цен по российским ценным бумагам сильно коррелирует друг с другом (т.е. изменения имеют похожий характер), а это приводит к ситуации, когда падение цен по одной бумаге влечет за собой обрушивание всего рынка.

Рынок ценных бумаг в России постоянно подвергается спекулятивным атакам немногочисленных групп мощных инвестиционных компаний. Двум-трем таким профессиональным участникам рынка легко договориться о проведении единой политики в период торговых сессий и привести к убыткам инвесторов. Частым явлением стало разворачивание направлений движения рынка вопреки сложившимся трендам. Поговоркой, хорошо характеризующей современный рынок в России, стали слова: "Закономерность российского фондового рынка - есть отсутствие закономерностей".

В отличие от российского рынка, рынки ценных бумаг развитых стран Запада, США и Японии характеризует мощная составляющая средних и малых компаний. К примеру, в США на фондовых биржах обращаются ценные бумаги десятков тысяч акционерных обществ, а свои услуги рядовым инвесторам предлагают сотни инвестиционных компаний. Многочисленность участников является хорошей основой финансовой стабильности рынка. Конечно, известны случаи кризисов и на этих рынках. Но они являются следствием серьезных макроэкономических процессов и довольно редки в последнее время (отмечается периодичность раз в 10 лет). Имеют место атаки международных финансовых фондов на рынки ценных бумаг отдельных стран, но опять же их действия идут не вопреки логике рынка, а используют удобное для них стечение обстоятельств

Таким образом, совокупность рыночного (недиверсифицированного) риска для рынка ценных бумаг России чрезвычайна многочисленна. Естественно, данный фактор серьезно отпугивает инвесторов. Следует учитывать и то обстоятельство, что в России данные риски неоднократно реализовывались приводя к ощутимому ущербу и даже банкротству инвесторов. Достаточно напомнить случаи с государственными ценными бумагами, которые классически считаются самыми надежными фондовыми инструментами.

В дополнение к рыночным рискам на рынках ценных бумаг имеют место специфические риски. Они вызываются событиями, относящимися только к компании или эмитенту, такими, как управленческие ошибки, новые контракты, новые продукты, слияния и приобретения и т.п.

Специфические риски приобретают явно выраженный характер в условиях развитой конкуренции. В директивной экономике такого рода риски отсутствуют. Имеют место только риски всей экономической системы.

В условиях конкуренции чрезвычайно трудно выбирать оптимальные решения и предвидеть их последствия в сфере бизнеса. Для России это вдвойне актуально, так как отечественные менеджеры не имеют достаточного опыта и знаний для работы в рыночных условиях, а тем более в совершенно новой для себя сфере - рынке ценных бумаг.

Всю совокупность специфических инвестиционных рисков в России можно сгруппировать по областям существования:

во-первых, это риски в инфраструктуре;

во-вторых, риски эмитентов.

Специфические риски инфраструктуры рынка ценных бумаг связаны с деятельностью ее конкретных составных элементов: бирж, расчетных и клиринговых банков, депозитариев и реестродержателей. Российский рынок ценных бумаг в этой области демонстрирует весьма существенный риск для инвесторов. За последние пять лет только в г. Москве со скандалом завершили свою деятельность три биржи: Московская товарная биржа. Московская центральная фондовая биржа и Российская биржа. Во всех случаях причина одна - руководство биржи в своих интересах использовало денежные средства участников сделок, хранящиеся в расчетной-клиринговой системе. В результате основные объемы сделок с ценными бумагами в настоящее время сосредоточились на двух площадках: Российская торговая система (РТС) и Фондовая секция Московской межбанковской валютной бирже. Одновременно, более жесткий контроль за ними был установлен со стороны Федеральной комиссией по ценным бумагам.

Периодически сотрясающие страну банковские кризисы наносят удары также по расчетно-клиринговой системе инфраструктуры рынка ценных бумаг. Наиболее известный случай - это банкротство Всероссийского биржевого банка (г. Москва), который обслуживал работу Российской товарно-сырьевой биржи. Понесли потери региональные звенья инфраструктуры, к примеру, прекратил существование Самарский биржевой банк, Поволжский межбанковский финансовый дом и т.д.

Во многих случаях причина неудач лежит в ошибках аппарата менеджеров, которая сводилась к проведению чрезвычайно рискованной политики. Специфические инвестиционные риски связанные с эмитентами возникают на основе практической деятельности конкретных предприятий и организаций. Эти риски носят внутрифирменный характер.

В России анализ инвестором внутрифирменных особенностей предприятия с целью оценки уровня риска вложения капитала чрезвычайно затруднен. Связано это, с одной стороны, с тем, что бухгалтерская отчетность компаний не является достаточно прозрачной: не соответствует международным стандартам, не предоставляется для широкого изучения потенциальным инвестором (нередки случаи отказа в ее предоставлении собственным акционерам). С другой стороны, финансовые документы часто не отражают действительного положения дел в акционерном обществе. Бартерные схемы товарообмена, всевозможные зачеты между предприятиями создают в балансовых отчетах видимость благополучия, в то время как предприятие абсолютно лишено оборотных средств, не выплачивает месяцами заработную плату, годами начисляет, но не в состоянии уплатить дивиденды своим акционерам. Такого рода состояние компании получило среди экономистов название "виртуальной экономики". И, к сожалению, эта характеристика распространяется на очень широкий круг фирм страны.

Первым суперисключением на этом фоне бало АО "Вымпелком" (г. Москва), менеджеры которого с самого начала строили компанию под самые строгие западные стандарты. При наличие положительных финансовых результатов в акционерном обществе отчетность соответствует международным стандартам, свободно предоставляется акционерам и потенциальным инвесторам, а прибыль через дивидендные выплаты ежегодно распределяется среди акционеров. Как результат, АО "Вымпелком" получил высоколиквидные акции и имеет возможность через АДР (Американские депозитарные расписки) привлекать денежные средства нерезидентов, а уровень капитализации акций во много раз превосходит стоимость акций АвтоВАЗа (несмотря на огромные активы последнего). К слову сказать, в 2002 году и АвтоВАЗ всерьез настроился на выпуск АДР.

В целом же по России выбор инвестором объекта вложения в корпоративные ценные бумаги чрезвычайно ограничен. Примерно 25% мощностей в российской промышленности сегодня сосредоточено на мелких и морально устаревших предприятиях, которые продолжают функционировать и содержать избыточный штат сотрудников

Производительность труда на старых "советских" предприятиях упала вдвое и сейчас составляет в среднем 17% от уровня США, а порой ниже 10%. Но что интересно, неожиданно низкие показатели демонстрируют и новые предприятия. Их производительность не превышает в среднем 30% от уровня США. В целом самые высокие показатели эффективности демонстрируют компании, предлагающие проектные услуги в области программного обеспечения, - в среднем 72% от уровня эффективности таких предприятий в США. А самые низкие - предприятия цементной промышленности (7%).

При всем этом, положение в состоянии радикально измениться при "точечных" инвестициях в жизнеспособные предприятия. Вот некоторые примеры:

на цементных заводах, применяющих "мокрую" технологию, можно удвоить эффективность использования, если провести их реконструкцию и перепрофилировать на выпуск цемента марки 500, соответствующего западным стандартам (такой проект окупится за два года при условии 60-процентной загрузки мощностей, т.е. вдвое выше нынешней);

применение долот более высокого качества смогло бы удвоить скорость бурения в нефтедобывающей промышленности и т.д.

Почему же инвесторы не спешат вкладывать деньги в компании, которые обеспечили бы им получение высоких доходов?

Ответ многообразен.

Главное, в России очень трудно выделить перспективные компании и соответственно их ценные бумаги, так как отсутствуют условия для равной конкуренции между предприятиями. В результате более производительные акционерные общества оказываются менее прибыльными, чем неэффективные конкуренты. Неэффективные компании нередко пользуются льготами и скрытыми субсидиями, которых лишены эффективные компании.

В условиях совершенной рыночной экономики конкуренция обеспечивает рост более эффективных компаний за счет менее эффективных. В России эта закономерность не имеет безусловного характера: производительные компании часто не имеют стимулов и возможностей для инвестиций. И все потому, что неэффективные компании нередко пользуются льготами и скрытыми субсидиями.

Это носит очень распространенный характер. Вот один из фактов. Три крупнейших металлургических комбината - "Северсталь", Новолипецкий и Магнитогорский - успешно работают на внешнем рынке, однако отвоевать часть внутреннего у более мелких и менее производительных заводов им не удается.

Подобное возможно, поскольку патронирование интересов менее производительных предприятий со стороны отдельных государственных кругов формирует для них льготные условия налогообложения, неравное распределение госзаказов, неодинаковые цены на энергоресурсы, а также неравенство требований со стороны административных органов власти и неравенстве применения законов (например, импортных пошлин), наконец, неравных условиях экспорта.

Следует отметить также наличие некоторого своеобразия специфического риска на рынке ценных бумаг России

Одно из них - это наличие криминальных проявлений. Достаточно сказать, что по высказываниям отдельных государственных деятелей признается, что около 40% экономики в стране вращается в области "теневого" бизнеса. Такой масштаб криминалитета не мог не затронуть область рынка ценных бумаг.

Наиболее известными стали случаи привлечения средств инвесторов под "дутые" проекты, путем размещения доходных ценных бумаг. Самые известные среди них - это свидетельства о депонировании акций AWWA, паевые ценные бумаги АО "Хопер", АО "Гермес" и АО "Дока-хлеб", а также билеты пресловутого МММ. Наверное, ни один город в России не миновала напасть аккумуляции денежных средств через доходные векселя. В Саратове правоохранительными органами в период 1995 - 1997 г. г. были возбуждены уголовные дела против руководителей целого ряда организаций: АО "Дом", АО "Финмаркет", АО "Ягуар", Приволжская товарно-сырьевая биржа и прочее. Не обошел стороной криминальный мир также формы коллективного инвестирования - инвестиционные фонды. В этом отношении злую шутку с инвесторами сыграла деятельность государства по пропаганде этой формы организации частных инвесторов. Многие акционеры доверчиво вложили свои личные сбережения, как они считали в прогрессивную форму коллективного инвестирования, не особенно вникая в необходимые детали гарантии возврата средств. И понесли серьезный ущерб, ряд фондов вскоре прекратил свое существование, исчезнув вместе с деньгами акционеров.

Вероятно, кто-то может не согласиться с тем, что здесь упоминается криминальная среда, которая мало учитывается в экономических теориях и недостаточно в политике государства. Однако, при формировании рыночной экономики она фактически не только имеет место (что общеизвестно), но и является важным препятствующим фактором внедрения в экономические механизмы цивилизованных средств хозяйствования.

Игнорирование данного фактора в последние годы привело к существенной дискредитации рынка ценных бумаг России. Частные инвесторы уже буквально панически боятся вкладывать свои средства в акционерные общества, чаще ограничиваясь функцией сбережения в форме наличных валютных средств.

Другой особой формой специфического инвестиционного риска, существующего в России, является форма организованного забастовочного движения работников предприятий. В подавляющем большинстве случаев приобретение контрольного пакета акций стратегическим инвестором, который в состоянии вложить живые деньги в развитие производства, приветствуется государством и находит понимание в трудовом коллективе. Примеров подобного множество. В Саратовской области наглядно это демонстрируют завод автотракторных запальных свечей и фирма "Хенко" (оба в г. Энгельс), Саратовская табачная фабрика и целый ряд других прибыльно работающих предприятий, где работники имеют стабильно привлекательные заработки.

В то же время участились случаи активного противодействия трудовых коллективов новым собственникам. В наиболее резкой форме оно проявилось на Выборгском целлюлозно-бумажном комбинате (Ленинградская область), где противоречие рабочих с законными собственниками дошло до вооруженного противостояния. В результате стачком выбрал своего "народного" директора и уже в течение 2-х лет не допускает собственников предприятия к управлению своим имуществом.

Подобные факты редки, но их нельзя назвать не отражающими общий фон рисков, с которыми вынуждены сталкиваться инвесторы в России.

Похожая ситуация сложилась и с внутренними инвесторами. Выше уже приводились сведения о значительном (в разы) сокращения объемов торгов ценными бумагами на биржевых торговых площадках и расчеты экономистов о росте валютных сбережений населения "в чулках". Прямая покупка населения ГЦБ - большая редкость, хотя правительство и пытается завлечь граждан на этот рынок. Единственная и очень тонкая нить, связывающая розничных инвесторов прямо с федеральной казной, - это облигации государственного сберегательного займа. Спустя десять лет после развала СССР в России продолжает действовать советская система мобилизации сбережений граждан на нужды государства. Идейный стержень этой системы - популярная в отсталых странах концепция вынужденных сбережений, а институциональный - Сбербанк. Как и в советские годы, Сбербанк пропускает через себя львиную долю частных сбережений: в 2000 году доля Сбербанка в рублевых вкладах населения достигла 87,3%, а в инвалютных сбережениях граждан 51,2%.

Пока есть Сбербанк, нет особого государственного интереса к развитию подлинно коммерческого банкирства и рынка ценных бумаг. На 1 января 2001 года вклады в Сбербанке составили 462,7 млрд, руб., из них 340,8 млрд. руб. - средства граждан; доля вкладов во всех обязательствах Сбербанка - 90,5%; на 1 января 2001 года вложения Сбербанка в ГЦБ составили 175,7 млрд. руб. - это 31,9% всех активов Сбербанка **[[21]](#footnote-21)**. Без сомнения это тревожные явления, которые требуют активного вмешательства государства по преодолению инвестиционного кризиса в стране.

В ряду комплекса мер по ослаблению инвестиционных рисков макроэкономического характера должно быть осуществлено:

совершенствование законодательства;

совершенствование исполнения бюджета;

совершенствование инфраструктуры фондового рынка;

оптимизация регулирования рынка ценных бумаг государственными надзорными органами.

В ряду законодательных мер должны стоять:

принятие прогрессивного Налогового кодекса, стимулирующего рыночные отношения и развитие экономики;

узаконивание частной собственности на землю;

формирование правовой базы процедуры банкротств неэффективных предприятий;

совершенствование судебной системы; наличие гарантий по сохранности и защите прав частных инвесторов.

Это будет способствовать созданию благоприятного инвестиционного климата для инвесторов. Предстоит большая работа по совершенствованию инфраструктуры рынка ценных бумаг. Прежде всего, в России следует создать единую депозитарную систему, способную обеспечить безопасность портфельных инвестиций и равенство всех акционеров, а также улучшить работу регистраторов.

В рамках сложившейся расчетно-платежной системы необходимо отрегулировать механизм продвижения бюджетных средств, наладить жесткий контроль за поступлением налогов. В законодательном порядке надо четко разграничить функции казначейства, Центрального банка и МНС. Другой вариант организационного решения проблемы состоит в серьезном изменении и перераспределении функций отдельных ведомств.

## 2.3 Перспективы развития рынка ценных бумаг в России

Как видно из предыдущих параграфов настоящей работы рынок ценных бумаг в России переживает сложный, неустойчивый период формирования. За периодом бурного подъема 1994 - 1997г. г. он в результате событий августа 1998 года оказался полностью дезорганизован. И сейчас во главу угла поставлена задача формирования таких условий, которые способствовали бы восстановлению рынка ценных бумаг, при этом избегать повторения ранее допущенных ошибок.

Главная роль в решение данной проблемы, безусловно, принадлежит государству. По общему правилу, государство должно регулировать те сферы, в которых рыночное саморегулирование не существует либо оказывается недостаточным (понятно, что основное содержание этого регулирования - подготовка полного или значительного ухода государства из соответствующей сферы путем приучения ее к все более самостоятельному функционированию). В условиях нехватки ресурсов, политической и финансовой нестабильности в эту категорию, конечно, попадает рынок ценных бумаг.

Основные усилия государства должны быть сосредоточены на снижении всех видов инвестиционных рисков внутри страны, что находит свое выражение в:

усилении регулирования деятельности нерезидентов;

установлении особых правил деятельности на рынке ценных бумаг для коммерческих банков;

изменении системы налогообложения операций с ценными бумагами;

проведении активной регулирующей политики государства в периоды кризисных явлений;

совершенствовании организации биржевой торговли;

создание единой фондовой системы в масштабах страны;

доведении инфраструктуры рынка ценных бумаг до уровня мировых стандартов;

совершенствовании законодательства по рынку ценных бумаг, а также судопроизводства по разрешению \ спорных и конфликтных ситуаций;

развитие форм коллективного инвестирования;

На рынок ценных бумаг России значительно влияют нерезиденты. Суть в том, что иностранные инвесторы с первых шагов возникновения отечественного рынка ценных бумаг принимали активное участие в его формировании. Например, с 1992 года в России действовало американское Агентство по международному развитию (АМР), которое при поддержке Кремля и Правительства занималось созданием рынка капитала, для чего выделялось 77,2 млн. долларов. Работа велась по таким направлениям, как приватизация, помощь частным институтам, организация технологических и регулирующих структур для операций с корпоративными акциями и облигациями, проведение широких политических, правовых и нормативных реформ, реализация крупных приватизационных проектов, которые оказали огромное влияние.

К этим программам энергично привлекались крупнейшие консалтинговые фирмы "Буз Аллен", "Бэрсон Марстеллер", "Артур Андерсон", "Делойт энд Туш", Гарвардский институт международного развития, который с особой заботливостью опекал "реформаторов". Нью-йоркская фондовая биржа, Комиссия США по ценным бумагам и биржам, Всемирный банк. Британский фонд "Ноу хау". Содействие в той же области оказывали правительства Японии, Германии, Франции, Австралии, Израиля, Европейский союз.

Это все примеры положительного влияния нерезидентов на наш рынок ценных бумаг. Но, к сожалению, нацеленность усилий иностранных инвесторов была достаточно корыстной.

Все постсоветские годы они рассматривали Россию, как маргинальную часть мировой финансовой системы. Главная миссия российской периферии - служить дополнением к активам международного спекулятивного капитала за счет крайне рисковых, но зато исключительно прибыльных вложений горячих денег. По оценке экспертов, до 17 августа 1998 года у наших ценных бумаг амплитуда риска была вдвое, а доходность в пять раз шире, чем у американских акций. При варьировании доли российских фондовых инструментов в портфеле зарубежный спекулянт мог зарабатывать минимум в 2,5 раза больше, чем на американских. Погоня за доходами у отдельных венчурных фондов нерезидентов привела к тому, что они зарабатывали в России до 50% всех своих доходов. Менеджерам других фондов было трудно объяснить своему руководству, что подобные операции на слаборазвитом рынке России крайне рискованны. В ответ он всегда слышал: если эта ситуация достаточна хороша для них, то почему она не вполне хороша для нас?

С первого взгляда трудно понять, почему профессионалы с прекрасной подготовкой, накопившие огромный опыт работы на рынке ценных бумаг, в том числе в развивающихся странах, не опасаясь, покупали огромные пакеты российских гособлигаций с доходностью свыше 300%, тогда как у точно таких же обязательств у них на родине этот уровень не превышает 10% годовых. Откуда черпалась уверенность в том, что технически очень легко переиграть наш рынок ценных бумаг?

В России рынок ценных бумаг сложился так, что он органически не совместим с притоком больших капиталов. Он интересен только игрокам, которым нужен повышательный тренд курсов и их резкие скачки, поэтому остается второстепенным по объему обращающихся на нем ресурсов. Количеству эмитентов, обладает очень малой глубиной и сопротивляемостью, запрограммированным на системный крах. То, что он стремительно приближается, эксперты и международные инвесторы поняли в первых числах апреля 1997 года (то есть за полтора года до кризиса в Восточной Азии), когда доходность портфеля с участием российских бумаг стала ниже доходности портфеля без них.

Иноинвесторы побежали из России. Шаткость рынка ценных бумаг дестабилизировала рубль, что, в свою очередь, истощало скромные валютные резервы Неглинной. Предупреждением нерезидентам послужило падение мировых цен на нефть, сырье, составляющих основу российского экспорта. Это снижало доходы бюджета, ухудшало баланс текущих операций, обслуживание госдолга. Восточноазиатский обвал не спровоцировал, а лишь ускорил финансовую катастрофу в России.

В России международный спекулятивный капитал, помимо своих, помогал решать и другие, геополитические задачи. Ключевым событием, после которого иностранные инвесторы просто хлынули на наш рынок ценных бумаг, стало навязанное в 1997 году Кремлю согласие присоединиться к статье восьмой устава Международного валютного фонда (МВФ), гарантирующее возможность репатриации прибыли из России, начало ежедневного исчисления Международной финансовой корпорацией своего индекса по российским акциям (что официально включало Россию в число нарождающихся рынков), разрешение Комиссии по ценным бумагам и биржам США размещать в Соединенных Штатах депозитарные расписки на наши акции, а также оказывать русским кастодиальные и регистраторские услуги.

Это был важный промежуточный итог масштабной, целеустремленной работы, которая велась с осени 1991 года. Основными этапами являлись отмена государственной монополии на внешнеэкономическую деятельность; ваучерная приватизация и массовое акционирование с переуступкой самых прибыльных производств за гроши; штучный допуск на мировые рынки российских энергосырьевых компаний, предоставление им связанных кредитов и режима наибольшего благоприятствования; активное формирование долговой экономики и перевод на ее обслуживание всей бюджетной и финансовой системы страны; максимальное раскрытие внутреннего рынка для спекулятивного капитала, который на каждый вложенный доллар получал 18-24 доллара и играл роль мощного тарана извне и изнутри.

Технология отрабатывалась и отшлифовывалась в течение пятнадцати лет в странах Восточной Азии и Латинской Америки. Например, как по мексиканскому сценарию в 1991 - 1993 годах, нерезиденты в России сначала захватили контроль над рынком акций, потом скупили напрямую и через подставные структуры половину государственного долга. После этого администрации Президента и Правительства принялись выдвигать все более жесткие требования по расширению допуска иностранного капитала, коррекции экономической и социальной политики, навязывать послушание в международных делах.

Параллельно спекулятивный капитал расшатывал внутренний валютный рынок и рынок ценных бумаг, вынуждая Центробанк расходовать золотовалютные резервы на стабилизацию рубля, правительство - рефинансировать задолженность перед нерезидентами за счет новых эмиссий гособлигаций и евробондов, увеличивая внешнюю задолженность России. Когда Кремль проявил неуступчивость, иностранные инвесторы под предлогом кризиса в Восточной Азии в массовом порядке сбросили долговые обязательства Минфина, обрушили денежную систему, заставив провести четырехкратную девальвацию рубля, поставили страну под угрозу суверенного дефолта.

Сделав свое дело фондовые спекулянты покинули Россию. В 1999 году доля нерезидентов в операциях с акциями сократилась до 10,5% от общего объема (против 46,2% в четвертом квартале 1998 года) и составила 12,5% от суммарного оборота (против 45,8%). На шее государства остались долги в 220 млрд. долларов, что в полтора раза превышает годовой ВВП. В уплату их многие годы придется отдавать значительную часть бюджетных доходов за счет распродажи природных ресурсов, лишая средств обрабатывающую, высокотехнологическую промышленность, науку, образование, здравоохранение.

В 2000 году в политике иностранных инвесторов обозначился новый подход: активизировались усилия по выводу сделок с нашими ценными бумагами за пределы России. Приводятся следующие доводы: вкладчики капитала хотят осуществлять операции только в свободноконвертируемой валюте (СКВ), чтобы избавиться от рисков, связанных с рублем, российской банковской, фондовой и страховой системами. Перевод стрелок под юрисдикцию западных стран обеспечит большую надежность, возможность принудительного исполнения обязательств через суд.

Следующими, после нерезидентов по силе влияния на состояние отечественного рынка ценных бумаг, являются коммерческие банки страны. И это не случайно. Дело в том, что Россия по типу сформировавшейся модели рынка ценных бумаг близка Германии. В этом государстве отсутствуют ограничения на операции банков с ценными бумагами. Законодательство Соединенных Штатов, наоборот, запрещает коммерческим банкам участвовать в сделках с фондовыми активами и хранить ценные бумаги (депозитарные услуги). В Великобритании и Японии действуют ограничения на отдельные операции кредитных учреждений на рынке ценных бумаг. Россия, таким образом, пошла по пути наиболее либерального отношения к деятельности коммерческих банков с акциями и облигациями.

Не стоит забывать и о том, что банки по своей природе есть мощные аккумуляторы денежных ресурсов, поскольку располагают не только собственными активами, но и средствами своих клиентов. Их задача находить постоянное приложение деньгам зарабатывая доходы для себя и окуная стоимость пассивов.

Ко всему прочему в условиях бартерной экономики, которая характерна для России, банки оказались самыми крупными субъектами рынка, располагающими "живыми" деньгами. До конца 1999 года подавляющее большинство остальных субъектов национальной экономики не имели свободных денежных ресурсов, т.к. вынуждены были даже заработную плату работникам оплачивать собственной продукцией. И до настоящего времени разнообразные зачетные схемы достаточно распространены в России.

Совокупность вышеуказанных особенностей положения коммерческих банков в нашей стране привела к тому, что они заняли одно из лидирующих положений среди операторов рынка ценных бумаг. Особенно велика их доля оказалась в секторе государственных ценных бумаг: ГКО, ОФЗ и ОГСЗ. На первом этапе развития рынка данный факт оказывал благоприятное влияние. Но ситуация изменилась прямо на противоположную, как только на рынке ценных бумаг стали проявляться кризисные явления. Массовый исход коммерческих банков с рынка акций и облигаций после Восточноазиатского кризиса в 1997 году дестабилизировал ситуацию. Потери в капитализации акций отечественных кампаний составили многомиллиардные суммы, доходность ГКО подскочила до 200% годовых. Титаническими усилиями Центрального банка РФ, путем регулирования учетной ставки рефинансирования, удалось стабилизировать рынок ценных бумаг в начале 1998 года. С другой стороны, те из банков, которые потеряли чувство реальности в погоне за сверхприбылью на рынке ГКО, жестоко пострадали. После объявленного дефолта в августе 1998 года такие коммерческие банки, как "Инкомбанк", "Империал", "СБС-Агро" и целый ряд других практически прекратили свое существование.

И в настоящее время влияние кредитных учреждений на рынке ценных бумаг по-прежнему велико. Их присутствие или, наоборот, отсутствие оказывает существенное влияние на уровни котировок ценных бумаг. Наиболее наглядно это проявляется на каждое предпоследнее число месяца и, особенно, сильно при "закрытии" кварталов или года. В эти периоды банки в особо крупных размерах выводят денежные средства с рынка акций и облигаций, так как им необходимо выполнять нормативы общей, текущей и мгновенной ликвидности (требования Инструкции №1 Центрального банка РФ). Понятно, что подобное своеобразие в характере поведения наиболее мощных участников не прибавляет стабильности отечественному рынку ценных бумаг.

Решение проблемы видится в нескольких плоскостях. Возможно ограничение, по примеру США, Великобритании и Японии, прямого участия коммерческих банков на рынке ценных бумаг. В этом случае они смогут вкладывать ресурсы в качестве рядовых клиентов инвестиционных компаний через фонды доверительного управления. Такого рода инвестиции носят более постоянный характер.

Допустимо также включение наиболее активно торгуемых на биржах акций в число ликвидных активов кредитных учреждений. Тогда прекратится судорожный вывод денежных средств на отчетные даты года и последующее "накачивание" рынка.

Кроме того, следует ввести ограничения на размеры активов, вкладываемых коммерческими банками, на рынке ценных бумаг. Данное ограничение должно носить временный характер. До тех пор, пока в экономике не окрепнут остальные субъекты рынка способные составить конкуренцию банкам по объемам свободных денежных ресурсов долговременного характера: паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные компании и прочие.

К системе мер по совершенствованию налогообложения операций с ценными бумагами, которые должны благотворно повлиять на процесс стабилизации, следует отнести:

введение "конфискационных" ставок налогообложения по спекулятивным краткосрочным сделкам;

формирование стимулирующих условий для долгосрочных "портфельных" инвесторов;

отмена двойного налогообложения инвесторов.

Представляется полезным перенесения на российскую "почву" некоторого положительного опыта западных стран из ряда налоговых мер. В частности, в Германии довольно давно применяются повышенные ставки налогообложения на краткосрочные спекулятивные операции с ценными бумагами, совершаемыми на биржах. Эти ставки настолько велики, что их в прямом смысле можно определить, как конфискационные. К примеру, шкала налогообложения имеет максимальное значение в 200% от суммы полученного дохода по операциям покупки ценных бумаг с последующей продажей в течение одного дня. Ставки ниже распространяются на операции сроком в неделю, один и несколько месяцев. Аналогичная система "конфискационных" ставок действует в США.

Понятно, что в этих условиях инвестор с самого начала нацеливается на долгосрочное вложение денежных ресурсов и многократно взвесит ситуацию прежде, чем решится на продажу акций или облигаций после непродолжительного периода владения ими. Как правило, при падении цен инвестор выбирает вариант консервации своих активов, а для того чтобы не упустить возможности приобретения ценных бумаг по сниженным ценам. осуществляет дополнительные вложения ресурсов. Новые инвестиции останавливают процесс падения цен и, более того, разворачивают его в "бычий" тренд, т.е. на подъем. Вот почему, если анализировать движение фондовых индексов западных стран за продолжительный промежуток времени, то отмечается доминирование повышательного движения курса ценных бумаг.

В противоположность "конфискационным" налоговым ставкам имеет смысл применения льготного налогового режима для долгосрочных портфельных инвесторов. Наша страна, как никогда в прошлом, испытывает сегодня острый дефицит в ресурсах для подъема экономики. В тоже время, как уже указывалось выше, в стране сложилась система налогообложения не стимулирующая производителя к расширению производства, переоснащению современным оборудованием, внедрению новых технологий. Если же действующие предприятия оказываются в столь сложных условиях существования, то легкомысленно рассчитывать на приток капиталов новых инвесторов.

Исходя из мирового опыта наиболее простой и энергичной формой движения инвестиций является не прямое перенесение технологических процессов и целых производств, приобретение акций вновь создаваемых акционерных обществ (первичная эмиссия) и покупка ценных бумаг действующих компаний (размещение новых выпусков).

В нашей стране совершенно отсутствуют какие-либо налоговые освобождения или пониженные ставки на долгосрочное приобретение акций и облигаций. Имело бы смысл применять налоговые льготы с дифференциацией по отраслям экономики (в зависимости от потребности общества), по срокам произведенных инвестиций, по регионам страны и прочие.

Вопреки здравому смыслу в налоговой системе России сложилась практика двойного обложения доходов акционеров. Фискальный механизм работает следующим образом: сначала по установленной ставке взыскивается доход с полученной акционерным обществом прибыли, затем чистая прибыль распределяется в виде дивидендов и с акционера вновь взыскивается налог. Реально акционер получает на причитающийся ему с прибыли предприятия рубль максимум 56 копеек - физическое лицо, минимум 10 копеек - кредитная организация.

Совершенно естественно, что при описанных выше коллизиях налогового законодательства России, нереально ожидать мощного притока инвестиций от отечественных и зарубежных собственников капитала.

Заслуживает внимания опыт стран Юго-Восточной Азии - Гонконга и Южной Кореи, которые в 1999 году впервые в практике государственного вмешательства в процессы рынка ценных бумаг использовали метод активного антикризисного управления биржевой торговлей. Как мы помним, в 1998 году рынки ценных бумаг этих стран стали провоизвестниками мирового фондового кризиса, который впоследствии охватил Японию, Россию, Индонезию, Бразилию и целый ряд других стран. Надо отдать должное правительствам Гонконга и Южной Кореи, они, глубоко проанализировав причины, механизм и результаты кризиса, смогли выработать тактику поведения, принесшую уже в следующем 1999 году положительные плоды.

Суть метода: в период фондового кризиса, который всегда сопровождается массовым сбросом ценных бумаг инвесторами, государство в лице своих финансовых институтов начинает активно скупать акции и облигации. Выход на рынок столь мощных участников не может не оказать стабилизирующего влияния. Резко возникший спрос на ценные бумаги со стороны государства замедляет их падение, а впоследствии останавливает. Приходит отрезвление на инвесторов, панические настроения исчезают, и рынок разворачивается на подъем. События 1999 года в этих странах обнадеживают, что подобные методы рыночного воздействия государства на стабилизацию фондовой ситуации, есть правильный шаг.

Необходимым условием реализации подобного метода государственного вмешательства является формирование специальных стабилизационных фондов или резервов в бюджете. К сожалению, в нашей стране этот опыт не востребован. Главной помехой следует считать неустойчивый характер правительств страны в течение 1999 года и главного органа по регулированию рынка ценных бумаг - Федеральной комиссии (ФКЦБ).

Кроме того, положительно сказывается на стабилизации ситуации на рынке ценных бумаг еще одно нововведение стран с развитой экономикой. На биржах некоторых стран Запада запрещен такой способ совершения сделок, который у профессионалов именуется как "продажа ценных бумаг без покрытия". Имеется в виду, что оператор реализует акции или облигации не обладая ими на самом деле. В какой-то степени он рискует. Но правильный расчет может позволить ему в этот же день откупить то же количество акции чуть позже, но гораздо дешевле. В процессе же клиринга операций за биржевой день время совершения сделок не учитывается, т.к сначала выбираются все сделки покупки ценных бумаг и только затем все сделки продажи ценных бумаг.

Массовое совершение операций "без покрытия" может реально обрушить цены акций. Вот почему целью разработанных биржевых механизмов некоторых западных стран является отслеживание подобных прецедентов и наказание провинившихся. К сожалению, на российских биржах несовершенство биржевой торговли не позволяет достаточно надежно препятствовать в течение торговой сессии, как совершению сделок "без покрытия", так и покупке ценных бумаг без денежных средств.

России необходимо стремиться к формированию единой фондовой системы, технологически развитой, общедоступной, гибкой, надежной, прозрачной, с унифицированными стандартами и правилами, высокими этическими нормами, правовой и страховой защитой.

Торговля ценными бумагами сосредоточилась на десятке фондовых площадок - в Российской торговой системе, на Московской, Московской центральной, Сибирской, Южноуральской, Санкт-Петербургской, Владивостокской биржах, в Казанском союзе торговли ценными бумагами, а также на шести валютных биржах - Московской международной, Сибирской, Уральской, Санкт-Петербургской, Екатеринбургской, Ростовской. Свыше 90% рынка ценных бумаг, по оценке Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), приходится на Московскую международную валютную биржу (ММВБ), Российскую торговую систему (РТС) и Московскую фондовую биржу (МФБ) (в 1999 году - 5,9 млрд. долларов). В Москве сосредоточена примерно половина всех брокеров и дилеров, в том числе банковских, которые осуществляют вместе с нерезидентами подавляющую долю всех операций. При этом 70% сделок сконцентрировано "на улице", что позволяет не платить налоги, сохранять коммерческую тайну, например о происхождении денег.

Лидирующее положение занимает ММВБ. В 1999 году на ее долю приходилось 14,4% оборота акций и облигаций. До августовского кризиса 1998 года она фактически монополизировала торговлю ГКО-ОФЗ. После дефолта по гособлигациям биржа удержалась на плаву только благодаря торговле валютой. Затем удалось сильно потеснить конкурентов в операциях с корпоративными "голубыми фишками" и облигациями с помощью более дешевого доступа для сотни с лишним брокеров из десятков регионов, расширения вторичных торгов, привлечения нерезидентов, имеющих замороженные рубли на счетах типа "С", полученных от сделок с ГКО.

Иноинвесторов не устраивает, что операции на ММВБ совершаются только в рублях, что процедура торгов довольно громоздка, по сравнению с западной. Для сделок необходима предоплата и предварительное депонирование ценных бумаг. Предоплата поступает на счет Центральной палаты ММВБ. Расчетный период Т + 0, пропускная способность свыше I млн. транзакций в день. В докризисный период регистрировалось 10-20 тыс. сделок Созданный при бирже Национальный депозитарный центр, обеспечивает расчеты, трансвер-агентсткие услуги, отслеживает позиции, обслуживает счета.

Второе место по обороту принадлежит РТС, учрежденной в июле 1995 года на основе американской технологии. В РТС действует своя Расчетная палата с предоплатой и предварительным депонированием бумаг, но котировки и платежи на 95% совершаются в долларах по оффшорным банковским счетам через Интернет. Это особенно привлекает зарубежных портфельных инвесторов (всего несколько десятков), доминирующих на российском рынке акций.

Таким образом в России отмечается множественность бирж не связанных между собой единой инфраструктурой, а между двумя ведущими отсутствует даже единая банковская расчетная система и денежная единица измерения сделок. Поэтому не стоит обижаться на довольно образное определение фондового пространства России, которое оно получило от иностранцев - "зоопарк".

В составе инфраструктуры, кроме бирж, очень важную роль играет система учета, хранения, перерегистрации прав собственности на ценные бумаги - депозитарии и регистраторы. К сожалению, в этом вопросе на национальном рынке ценных бумаг отсутствует единая структура, которая бы унифицировала и облегчила процедуры, складывающихся между собственниками отношений по поводу акций и облигаций.

Для обслуживания инвесторов ежемесячно регистрируется до десяти и более депозитариев, хотя под этим термином понимаются институты с разной спецификой. В тридцати регионах существуют банковские кастодиальные организации (всего свыше 500, из них активны около 250), которые регулируются Центральным банком РФ. Долгосрочным хранением и управлением портфелями занимаются собственные депозитарии брокеров (свыше 100), контролируемые Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) и подотчетные Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ). Организованы специализированные депозитарии, занимающиеся надзором и хранением ценных бумаг в режиме доверенного лица. Есть Центральный московский депозитарий, который является регистратором. При биржах учреждены расчетные депозитарии для проведения платежей, хранения бумаг, регистрации.

Как уже отмечалось наиболее крупными по числу участников и объемам операций остаются Депозитарно-клиринговая компания при РТС и Национальный депозитарный центр при ММВБ. Они обслуживают свыше 90% отечественных эмитентов и тесно взаимодействуют между собой. Возможно, что со временем на их основе появится единый центральный депозитарий. Наподобие действующего в Соединенных Штатах, что очень устроило бы инвестора, особенно зарубежного.

Не все из российских надежны. Бывали случаи, когда неожиданно для владельцев суд выносил решение о том, что отданные на хранение их пенные бумаги им не принадлежат. По оценке ПАРТАД, только 11% депозитариев-совместителей (с банковской и брокерской деятельностью) используют страхование для повышения надежности своей деятельности. Общий лимит ответственности по договорам страхования составил в начале 2000 гола примерно 2 млн. долларов.

В конце 1999 года в России насчитывалось около 140 регистраторов. Они различались по капиталу, количеству филиалов и реестров, объему страховой ответственности. Это единственный институт, под который сочинялась нормативная база, формально цементирующая всю эту разрозненную, неоднородную, конфликтную стихию под названием российский рынок ценных бумаг. Беда, однако, в том, что большинство регистраторов живут сами по себе, на деле мало взаимодействуя друг с другом. Учетная структура распылена и хаотична, без достаточной судебной защиты. Эмитенты могут менять регистраторов, как перчатки, и ни одному не платить за обслуживание. При передаче реестра права акционеров нередко подтверждаются никому не известными организациями. Плохое страховое обеспечение. В первом квартале 2000 года зарегистрировано 46 договоров страхования регистраторов, Суммарный лимит около 20 млн. долларов.

В результате августовского кризиса 1998 года многие регистраторы разорились, были поглощены или добровольно присоединились к более крупным структурам, которые, сократив персонал, превратили их в свои филиалы. По числу последних лидируют "Реестр" и Центральный московский депозитарий. В 2000 году усилилась конкуренция за эмитентов, продолжается процесс консолидации и укрупнения. В финале на сцене останутся, видимо, 10-15 разветвленных, хорошо капитализированных регистраторов, где не без поддержки властей сосредоточатся реестры самых прибыльных акционерных обществ.

В России, к тому же, отсутствуют центральные хранилища данных по эмитентам. Подобные элементы инфраструктуры являются естественными в западных странах, в виде Британского дома компаний или регистрационных палат в других странах Европейского союза. В их полномочиях предоставлять исчерпывающую информацию об учредительных документах фирм, капитале, акционерах и пайщиках, результатах деятельности. Министерство юстиции РФ делает в этом направлении лишь первые шаги, пытаясь установить связи с региональными базами данных.

Опираясь на несколько нормативных актов, ФКЦБ требует предоставлять ей сведения об акционерных обществах и их членах, об основных пакетах, дочерних предприятиях и филиалах, любых изменениях по ним. Комиссия хочет получать данные о финансовых итогах за три года и за последний отчетный квартал с объяснением причин роста или снижения прибыли, активов, приобретениях и продажах, об инвестиционных планах.

Особое внимание ФКЦБ обращает на эмиссии ценных бумаг с указанием типов, собранных сумм. Собираются подробные отчеты о собраниях акционеров, проведенных в течение квартала. Причем обо всех корпоративных событиях следует сообщать не позднее пяти дней. К такой же информированности ФКЦБ стремится и в отношении всех покупателей ценных бумаг, профессиональных участников рынка (собственность, операции. Результаты).

Как признает сама комиссия, несмотря на все усилия, ей не удается получать информацию в полном объеме. Это ставит в трудное положение не только ФКЦБ. Брокеры и дилеры не в состоянии консультировать клиентов в покупке и продаже ценных бумаг. Кастодиальные и депозитарные организации не могут информировать о дивидендах, выдаче сертификатов и прав. Об объединениях, поглощениях и слияниях компаний, прочих корпоративных новостях для своих клиентов, чьи бумаги они хранят и чей голос необходим при важных решениях в акционерных обществах. Управляющие активами лишены возможности реально оценивать и пересматривать портфели. Страдают акционеры и инвесторы, которым вовремя не сообщают о дате записи (день, когда закрывается реестр, чтобы определить членов акционерного общества. Имеющих право голоса) и дате исключения (после которой покупатель не может получить право на действие).

Серьезного совершенствования требует действующее законодательство, регулирующее отношения между субъектами рынка ценных бумаг России. Подковерная и открытая война между инстанциями (особенно между ФКЦБ и Банком России) породила хаос в законодательном обеспечении. Множество правовых нестыковок, противоречий, пробелов создает ведомственное нормотворчество, которое окончательно запутало инвесторов, особенно иностранных. Какие вопросы требуют первоочередного юридического решения?

В предложении инвестиционных продуктов нужно быстро создать законодательную базу срочных финансовых инструментов. Сформировать единую систему управления госдолгом, более жестко ограничивать объемы и доходность заимствований казны. Улучшить залоговое (в частности, ипотечное) право. Установить правила допуска ценных бумаг (и их производных) нерезидентов на российский рынок ценных бумаг при соответствующем валютном контроле. Усовершенствовать регламент размещения эмиссий ценных бумаг.

`В создании спроса на инвестиционные продукты был принят закон о закрытых паевых фондах, что позволяет вкладывать капитал в менее ликвидные активы при сохранении привлекательного налогового статуса. Например, в недвижимость, которую пока невозможно зарегистрировать на имя фонда или специализированного депозитария. Важно модернизировать нормы о доверительном управлении, создании негосударственных пенсионных фондах и их депозитарного обслуживания.

В посреднической деятельности и инфраструктуре предлагается установить ответственность за совершение сделки с использованием инсайдерской информации. Усилить те положения в законе "О рынке ценных бумаг", которые касаются их учета и перехода прав собственности, совмещения различных видов деятельности, раскрытия информации акционерными обществами. Нужно продолжить работу над нормативной базой, относящейся к депозитариям, регистраторам и инвестиционным консультантам.

Следует ввести институты групповых исков и исков в защиту неопределенного круга лиц, сделав необходимые поправки и дополнения в процессуальный кодекс. Необходимо включить в уголовный кодекс ответственность за невыполнение требований к раскрытию информации, в случае недобросовестной эмиссии и за иные нарушения прав акционеров. Создать законодательство о третейском разбирательстве, состыковав его арбитражными и гражданскими процессуальными нормами. Установить четкие правила наложения ареста на ценные бумаги.

Важно также, чтобы на рынке ценных бумаг России сформировалась еще одна группа инвесторов в форме коллективных паевых инвестиционных фондах. В развитых странах этот тип инвесторов составляет серьезную конкуренцию банкам и страховым компаниям, что укрепляет устойчивость фондовой системы, усиливает ее емкость, повышает капитализацию акций и облигаций. В России коллективные формы инвестиций находятся в зачаточном состоянии, естественно, испытывают множество проблем.

Начало ПИФам положил президентский указ № 765 от 1995 года. Контроль за ними осуществляет Федеральная комиссия по ценным бумагам. С 1996 года по 1999 год число фондов увеличилось с 13 до 28. Они создавались в двух формах. Большинство (16) являются открытыми, то есть управляющие компании продают и выкупают свои паи по первому требованию инвестора в течение 15 дней. Интервальные ПИФы (12) открывают пункты приема заявок лишь несколько раз в год (но не реже одного раза) сроком на две недели. Суммарная стоимость активов выросла с 63 млн. руб. до 2 млрд. руб., к январю 2000 года, в валюте - с $1,1 млн. до $83 млн.

Организация ПИФов была попыткой внедрить в России опыт американских фондов взаимных вложений, которые в Соединенных Штатах успешно конкурируют с банками за средства вкладчиков с небольшим капиталом - В США это стало возможным благодаря буму информационных технологий на финансовых рынках, низким операционным затратам, жесткому государственному контролю, огромным возможностям диверсифицировать и страховать портфели, инвестировать в активы практически по всему миру. Десятки миллионов граждан активно вкладывают сбережения в сотни таких фондов, многие из которых стали транснациональными.

В России ситуация совершенно иная. Ничтожным остается количество финансовых инструментов, ПИФов и их вкладчиков, хотя оценки численности последних очень расходятся: от 10 тыс. чел. До 100 тыс. чел. Скорее всего. Ближе к истине первая цифра. В лучшие времена число инвесторов крупнейших фондов колебалось от 500 до 900.

Распространению ПИФов мешала масса других препятствий. Прежде всего, микроскопичность (по мировым меркам) фондового рынка, крайняя бедность и рискованность предлагаемых им возможностей зарабатывать, анклавность (концентрация в основном в Москве и Петербурге), отсталость коммуникаций. ФКЦБ признает, что разработала регламент для фондов, который оказался непрактичным. Весь документооборот ведется в бумажной форме. Чтобы вступить в ПИФ, вкладчик должен был потратить несколько дней на открытие банковского счета. Затем принести письменное заявление о вступлении в фонд. Потом дать личное распоряжение банку перевести деньги в кредитную организацию, обслуживающую ПИФ. Они будут идти пять-восемь дней. Которыми банк воспользуется для предоставления однодневных и овернайтовских кредитов за счет средств клиента. Да еще за перевод возьмет с него 3% от пересылаемой суммы. В настоящее время эта проблема решена посредством Интернета и на проведение всех этих операций требуется всего лишь несколько часов.

Введены ограничения в формирование портфелей открытых ПИФов. Он должен состоять из ценных бумаг, имеющих рыночные котировки. Если бумаги перестали котироваться, то доля таких нерыночных активов не может превышать 10% от стоимости общих. "Временное положение о составе и структуре активов паевых инвестиционных фондов" не позволяет включать в портфели открытых ПИФов казначейские обязательства России и субъектов Федерации, акции российских инвестфондов, акции и облигации иностранных государств, акционерных обществ, коммерческих организаций (если стоимость этих инструментов составляет 20% и более от суммарных активов открытого ПИФа), ценные бумаги, выпущенные управляющей компанией самого фонда и ее аффилированными лицами, а также специализированным депозитарием и аудитором ПИФа, фьючерсы, форварды и иные контракты и производные ценные бумаги и другие финансовые активы (например, инвестиционные паи фондов), векселя и депозитные сертификаты.

Такой подробно расписанный регламент определил стратегию и тактику ПИФов. Сначала они сделали ставку на "портфели роста", то есть на "голубые фишки" примерно два десятка компаний, акции которых быстро росли под влиянием приватизации, искусственного ажиотажа на российском фондовом рынке, подогреваемого спросом со стороны нерезидентов. За два года капитализация рынка ценных бумаг была раздута с $50 млрд. до $175 млрд. Менеджеры фондов воспользовались ситуацией, они были достаточно профессиональны и хорошо обеспечены информационно, поэтому добивались хороших результатов. В 1998 году доходность паев ПИФов, инвестировавших в акции, на 22% превышала доходность индексного портфеля Российской торговой системы.

Не помогло восстановить доходность ПИФов их включение в список инвесторов, которым ГКО-ОФЗ погашались полностью, разрешение ФКЦБ (ноябрь 1998 года) передавать фонд от одной управляющей компании к другой. Конвертировать паи одних фондов в другие, сохранение ПИФов при ликвидации управляющей компании, скачки индексов РТС в 1999-2000 годах. Жесткий надзор помог уберечь собственность пайщиков от разворовывания, но не спас от грабительской политики властей, обесценившей вложенные рубли в пять раз. Лишившей работы и сбережений вкладчиков, спровоцировавшей изъятие средств из российских финансовых институтов и бегство капиталов за границу.

В начале 2000 года управление ПИФами осталось в основном нерентабельным, за исключением фондов, тесно связанных с производством и экспортом энергоносителей, московскими финансовыми структурами. Вся сфера коллективного инвестирования сильно монополизировалась. Около 90% рынка контролирует "Центр управления" и управляющая компания "ЛУКойл", входящие в группу одноименного концерна. На долю "Креди Сюисс Ферст Бостон" приходится примерно 5%. "Тройки диалог" и "Темплтон" - по одному проценту. Остальное - на других 23 участников.

Большинство переживших кризис влились в крупные конгломераты (российские и иностранные), которые взялись оказывать финансовую поддержку до лучших времен. Резкое снижение доходов ПИФов заставляет их брать в управление иные виды активов, включая портфели страховых фирм и пенсионных фондов, а также финансовые ресурсы субъектов Федерации и муниципальных органов власти.

Готовы ли сейчас инвесторы нести деньги в паевые инвестиционные фонды? Да, готовы. В своем выступлении на форуме "Инвестиции в России 2002" Владимир Алексеев, генеральный директор "Альфа Инвест менеджмент" поделился результатами работы своего фонда. Только за 1-2 месяца фонду удалось собрать 1 млн долл. Российских частных инвесторов. При этом реклама шла только на радио и в отделениях Альфа-банка. Объемы средств, собранных в Москве и по России, оказались примерно равными. На первый взгляд, сумма в 1 млн не столь существенна. С другой стороны очевидно, что это рекорд для Российского инвестиционного рынка с учетом ограниченного времени, участия региональных инвесторов и, самое главное, средней суммы взноса всего в 2,5 тыс. долл.

Это подтверждает, что в России существует категория частных инвесторов, которая готова отдавать средства в управление профессиональным фондам. Кроме того, в России уже сформировался круг институциональных инвесторов, у которых существует потребность в таком инвестиционном инструменте, как паевой фонд. Перспектива налицо!

В 2001 году чистые активы ПИФов выросли почти вдвое с 5 до 9 млрд рублей. Сверхдоходы ПИФов остались позади, но и 2001 год можно считать вполне успешным. В 2002 году суммарные активы ПИФов выросли на 40%, достигнув 13 млрд рублей.

Российский рынок коллективных инвестиций растет по всем показателям. Увеличивается как число новых инвестиционных фондов, так и общая стоимость чистых активов. На конец марта - начало апреля 2003 года сумма средств, находящихся под управлением ПИФов составила 13,395 млрд рублей[[22]](#footnote-22).

С аналогичными трудностями пришлось столкнуться еще одному институту коллективного инвестирования - общим фондам банковского управления (ОФБУ). Они стали образовываться после обнародования инструкции Центробанка № 63 от 2 июля 1997 года и действуют на основании положений Гражданского кодекса о доверительном управлении имуществом. Информации о них почти не публикуется.

К 1 ноября 1998 года около семидесяти банков создали примерно 150 ОФБУ. В результате августовского кризиса их активы уменьшились примерно на 50 процентов. В конце 1999 года количество ОФБУ сократилось до 124, так как на рынке стало очень мало доходных ниш. Кроме того, банк может создавать общий фонд только при условии, что функционирует не менее одною года, имеет уставный капитал свыше 100 млн. руб., а его деятельность являемся рентабельной в течение последних шести отчетных периодов. Таковых кредитных организаций в России почти не осталось.

По сравнению с ПИФами у ОФБУ есть достоинства и недостатки, К первым относится разрешение принимать рубли и иностранную валюту, драгоценные камни и металлы, производные финансовые инструменты, принадлежащие российским резидентам на правах собственности, инвестировать в векселя и осуществлять обмен акций.

Слабых мест, которые увеличивают инвестиционные риски, значительно больше. Вкладчику вместо пая выдается сертификат долевого участия, который не считается ценной бумагой, а служит свидетельством о передаче имущества в доверительное управление и о размере доли учредителя в ОФБУ. Сам сертификат не подпадает под понятие имущества. Его нельзя купить, продать, совершать с ним другие сделки. Это просто справка о договоре с банком. ЦБ сделал так намеренно, чтобы избежать вмешательства со стороны Федеральной комиссии по ценным бумагам.

Процент в долевом сертификате не устанавливается в отличие, например, от банковского депозита, когда банк обязуется возвратить всю сумму вклада плюс проценты по нему - отсюда риск инвестиций в ОФБУ выше (чем в ПИФе). Но он возмещается за счет более льготного обеспечения обязательств перед вкладчиками капитала. Дополнительный риск возникает из-за конфликта интересов по привлеченным и используемым средствам в кредитной организации. При учреждении ОФБУ не создается независимый регистратор, поскольку сертификаты долевого участия не являются официально ценными бумагами.

Другим рисковым преимуществом ОФБУ стали более мягкие, чем для ПИФов, требования диверсификации портфеля. ЦБ не разрешает вкладывать свыше 15% активов общего фонда в ценные бумаги одного эмитента либо группы, связанной внутри отношениями имущественного контроля или письменным соглашением. Ограничение не распространяется на государственные ценные бумаги. При этом фондовые ценности - представляющие активы ОФБУ. могут находиться в собственном депозитарии управляющего (то есть банка).

Таким образом, предложив пути стабилизации рынка ценных бумаг России автор указывает, что усилия должны быть сосредоточены на:

проведении активной рыночной политики государства. которое в кризисных ситуациях вмешивается в ход фондовых операций;

*регулировании деятельности всех субъектов рынка ценных бумаг: банков, фондов, компаний, бирж и т.д. совершенствовании правовой базы рынка ценных бумаг.*

## Список литературы

1. Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Утверждена Указом Президента РФ №1008 от 1 июля 1996 года // Экономика и жизнь. - 1996. - №28. - С.1.

2. Курс переходной экономики. / Под ред. Л.И. Абалкина. - М.: Финстатинформ, 1997. - С.369.

3. Экономика / Под ред. А.С. Булатова. М.: Бек, 1996. С.597. Универсальный учебный экономический словарь / Под ред. О. Мамедова. Ростов-на-Дону, Феникс, 1996. С.244.

4.А.Н. Буренин Рынок ценных бумаг и производственных финансовых инструментов. М., 1998 С.11-12.

5. Ценные бумаги. Под ред. д. э. н.В.И. Колесникова, д. э. н. В.С. Торкановского М.: "Финансы и статистика"1998 С.72;

6. Осипов Ю.М. Основы теории хозяйственного механизма. М.: МГУ, 1994. С.280.

7. Общая экономическая теория. Политэкономия / РЭА имени Г.В. Плеханова. М.: Промо-Медиа, 1995. С.483.

8.Б. Алехин "Долг стал лучше" // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №2. - С.16

9.Б. Алехин "Есть ли в России рынок ценных бумаг" // Рынок ценных бумаг №23 2001, С.31.

10. Арсеньев В. Дефолта не будет // Коммерсант-Daily. - 2000. - №24. - C. I

11. Арсеньев В., Преженцев П. Россия пошла на повышение // Коммерсант-Дейли. - 2000. - №25. - С.4.

12. Баранов Г. Кто играл против рубля // Коммерсант-Деньги. - 1998. - №4 -С.46.

13. Виркунен В. Сколько же долларов хранится в российских кубышках // Аргументы и факты. - 1999. - №10. - С.7.

14. Гавриленков Е. Неутешительная стабилизация. // Эксперт. - 1999. - №35. С.8.

15.О. Елшин Стратегия выхода на рынок // Рынок ценных бумаг №24, 2001. С.25.

16. Илларионов А. Как заработать 100 триллионов долларов // Эксперт. - 2000. - №8. - С.17.

17.Э. Ланчев "Инвестиции в России 2002" // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №4. - С.8

18.Ю. Снижкова "Рынок ГКО/ОФЗ итоги 2001 г." // Рынок ценных бумаг. - 2002. - №2. - С.43

19. Тремасов К. Фондовый рынок накануне новой переоценки // Рынок ценных бумаг №23, 2001.С. 19.

20.А. Третьяков, А. Шамина "Возрождение рынка ГКО/ОФЗ" // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №2. - С.14

21. "Фавинский А. Фондовый рынок в ожидании "быков" // Рынок ценных бумаг. - 1998. - №9 - С.39.

22. Шарафеева Л. Первый эшелон уходит из иностранного депо // Коммерсант Деньги. - 1999. - №42 - С.64.

23.8% роста в год // Коммерсант-Дейли. - 1999. - №191. - С.8.

24. "Куда инвестируют средства российские ПИФы" // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №8. - С.18

25. Российский внешний долг расти не будет // Коммерсант-Daily. - 2000. - №64. - С.2.

26. Российские финансовые рынки: на рынок возвращаются рубли // Ктмморсант-Дейли. - 1999. - №175. - С.5.

27. "Факты и комментарии" // Рынок ценных бумаг. - 2003. - №4. - С.8.

1. Экономика / Под ред. А.С. Булатова. М.: Бек, 1996. С.597. [↑](#footnote-ref-1)
2. Универсальный учебный экономический словарь / Под ред. О. Мамедова. Ростов-на-Дону, Феникс, 1996. С. 244. [↑](#footnote-ref-2)
3. Общая экономическая теория. Политэкономия / РЭА имени Г.В.Плеханова. М.: Промо-Медиа, 1995. С.483. [↑](#footnote-ref-3)
4. Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: Первая Федеративная Книготорговая Компания, 1998. С.11. [↑](#footnote-ref-4)
5. Универсальный УЧЕБНЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ СЛОВАРЬ / Под РЕД. О.Мамедова. Ростов-на-Дону, Феникс, 1996. С.53. [↑](#footnote-ref-5)
6. Осипов Ю.М. Основы теории хозяйственного механизма. М.: МГУ, 1994. С.280. [↑](#footnote-ref-6)
7. Баранов Г. Кто играл против рубля // Коммерсант – Деньги. – 1998. - №4 – С.46. [↑](#footnote-ref-7)
8. Шарафеева Л. Первый эшелон уходит из иностранного депо//Коммерсант – Деньги. – 1999. - №42 – С. 64. [↑](#footnote-ref-8)
9. Ценные бумаги. Под ред. д.э.н. В.И. Колесникова, д.э.н. В.С. Торкановского М.: «Финансы и статистика»1998 С.72; А.Н. Буренин Рынок ценных бумаг и производственных финансовых инструментов. М., 1998 С 11-12; [↑](#footnote-ref-9)
10. Виркунен В. Сколько же долларов хранится в российских кубышках// Аргументы и факты.- 1999. - №10. – С.7. [↑](#footnote-ref-10)
11. Постановление Губернатора Саратовской области №90 от 09.03.99г. «Положение о бюджете развития Саратовской области; Распоряжение Правительства Саратовской области №88-Пр от 11.05.99г. «О финансировании предприятий из бюджета развития областного бюджета»; Закон Саратовской области от 18.11.98г. «О стимулировании роста объемов производства в Саратовской области». [↑](#footnote-ref-11)
12. Курс переходной экономики. / Под ред. Л.И. Абалкина.- М.: Финстатинформ, 1997.- С.369. [↑](#footnote-ref-12)
13. Концепция развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации. Утверждена Указом Президента РФ № 1008 от 1 июля 1996 года // Экономика и жизнь. – 1996. – С.1. [↑](#footnote-ref-13)
14. Российские финансовые рынки: на рынок возвращаются рубли// «Коммерсант – Daily» - 1999. - №175. – С.5. [↑](#footnote-ref-14)
15. Факты и комментарии // Рынок ценных бумаг.- 2003.-№4 – С.8. [↑](#footnote-ref-15)
16. Байер А., Уорнер М. Искусство не платить долги//Эксперт. - 1999.-№35.-С.13. Викторов С. Худшие в мире У Коммерсант-Daily. - 1999. - №212. - С.4. [↑](#footnote-ref-16)
17. Арсеньев В. Дефолта не будет // Коммерсант-Daily. - 2000. - №24. -C.I. Арсеньев В., Преженцев П. Россия пошла на повышение // Коммерсант-Daily. - 2000. -№25. - С.4. [↑](#footnote-ref-17)
18. Российские финансовые рынки: на рынок возвращаются рубли // Коммерсант-Daily. - 1999. - №175. - С.5. [↑](#footnote-ref-18)
19. Илларионов А. Как заработать 100 триллионов долларов // Эксперт. - 2000. - №8. - С. 17. [↑](#footnote-ref-19)
20. Илларионов А. Как заработать 100 триллионов долларов // Эксперт. - 2000. - №8. - С. 17. [↑](#footnote-ref-20)
21. Б.Алехин «Есть ли в России рынок ценных бумаг» // Рынок ценных бумаг № 23 2001 год , С. 31.// [↑](#footnote-ref-21)
22. Куда инвестируют средства российские ПИФы // Рынок ценных бумаг.- 2003г.-№8-С. 14 [↑](#footnote-ref-22)