Кашин Александр Леонидович. Становление и развитие механизма регулирования рынка ценных бумаг в РФ : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 1998 195 c. РГБ ОД, 61:98-8/457-X

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РАЗВИТИЯ СИСТЕМЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ЭКОНОМИЧЕСКИ РАЗВИТЫХ СТРАНАХ ЗАПАДА 12

ГЛАВА II. ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В

СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ 4 9

1. Основные этапы становления рынка ценных бумаг в России 4 9

2. Ведущие тенденции развития государственного регулирования рынка ценных бумаг в России 62

3. Современное состояние государственной

регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг в

России 112

ГЛАВА III. САМОРЕГУЛИРУЕМЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ В СИСТЕМЕ РЕГУЛЯТИВНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ . 12

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 170

ПРИЛОЖЕНИЕ 177

БИБЛИОГРАФИЯ 182

**Введение к работе**

Переход экономики России к рыночным отношениям существенным образом трансформирует сложившиеся экономические связи и порождает массу новых явлений. Одной из важных новых тенденций в отечественной экономике является качественное увеличение роли финансовой сферы. Современное развитое рыночное хозяйство по своей сути является не просто товарно-денежным, а кредитно-товарно-денежным. В современных условиях закон Сэя перестает действовать в своей примитивной форме, акты купли-продажи разрываются во времени и пространстве. В связи с этим появляется с одной СТОРОНЫ, рстрый дефицит денежных средств у одних хозяйствующих субъектов и их перенакопление у других. Для решения этой проблемы возникают специальные финансовые институты, в первую очередь банки. Роль последних необычайно возрастает в связи с укрупнением размеров производства и капитала. Важнейшим фактором усиления роли финансовой сферы стал массовый переход к акционерной форме собственности. Она, в свою очередь порождает специальные ценные бумаги - акции.

Роль финансовой сферы в современных условиях можно свести к следующим основным моментам.

Во-первых, через финансовый механизм рынок способен осуществлять свою информационную функцию.

Во-вторых, в финансовом механизме наиболее адекватно реализуется действительное единство рынка.

В-третьих, финансовый механизм служит рычагом регулирования экономической сферы.

В-четвертых, с помощью финансовой инфраструктуры происходит аккумуляция средств и проводится соответствующая инвестиционная политика.

В-пятых, финансовые рычаги связывают частный и государственный сектора экономики.

Начиная с тридцатых годов XX века, с работ Дж. М. Кейнса, в мировой экономической науке все более зрело понимание того, что финансово-денежная сфера является исходной предпосылкой всех экономических процессов. Отсюда был сделан вывод о том, что регулирование финансовых процессов позволяет действительно управлять всей экономикой.

Как известно, финансовый рынок делится на две основные составляющие - рынок капиталов и рынок ценных бумаг. Эти рынки являются предметом исследования многих выдающихся западных экономистов XX в. В их число входят Д. Аллен, К. Джордан, П. Грэй, Р. Конн, Ф. Модильяни, Э. Роде, Д. Фишер, Р. Хиггинс, В. Шарп и многие другие.

Отечественная экономическая наука более неоднозначно относилась к исследованию финансовых рынков. Значительную роль здесь сыграли две причины - иная роль финансов в плановом хозяйстве и идеологические ограничения. Вместе с тем, ряд чрезвычайно интересных исследований был проведен советскими экономистами в области капиталистических финансов. Здесь уместно отметить таких ученых, как А.В. Аникин, А.А. Демин, Г.Г. Матюхин, СМ. Меньшиков, СИ. Тюльпанов, В.Т. Мусатов, Ю.В. Пашкус, и многие другие.

Безусловно, советские ученые не входили в основное течение мировой экономической мысли, их работы несли в себе чрезмерную идеологическую и критическую нагрузку. Однако ряд конкретных исследований можно применять и к нынешним условиям.

Поэтому с появлением в начале 90-х годов российского финансового рынка отечественная наука оказалась в сложном положении. «Новая волна» исследований 90-х годов следовала за развитием реального рынка. К этой волне следует отнести работы М.Ю. Алексеева, М.В. Антонова, Б.И. Алехина,

И.Т. Балабанова, Е.Ф. Жукова, B.C. Золотарева, В.А. Лялина, Е.В. Михайловой, Я.М. Миркина, B.C. Торкановского, А.Б. Фельдмана и других авторов. В их работах были проанализированы многие важные аспекты становления и развития рынка ценных бумаг в современной России. В их числе были и отдельные проблемы регулирования этого рынка. Однако специального исследования, посвященного регулятивной инфраструктуре в нашей стране не существует.

Настоящая работа ставит своей основной целью восполнить этот недостаток. Основным объектом исследования является процесс становления и развития системы регулирования рынка ценных бумаг в современной России. Подобная цель определяет и задачи данного исследования. К ним относятся:

— анализ существующей мировой практики регулирования рынка ценных бумаг. В качестве непосредственных объектов берется американская и английская системы, имеющие существенные отличия и представляющие два основных типа подхода к регулятивной инфраструктуре;

— изучение исторического процесса становления регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг России на протяжении конца 80-х - 90-х годов. При этом предлагается собственная периодизация этого процесса;

— исследование государственного регулирования рынка ценных бумаг России на вышеотмеченном периоде. Для этого привлечен обширный материал, связанный с законодательной и нормативной базой. Выявляются факторы, приводящие к периодическим колебаниям силы государственного регулирования. Вскрываются особенности и противоречия этого процесса;

— анализ регулирования рынка ценных бумаг со стороны саморегулируемых организаций в нашей стране;

— исследование основных характеристик и параметров формирующегося в России государственно-олигополистичес-кого комплекса рынка ценных бумаг;

— прогнозирование основных тенденций развития регулятивной инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг и попытка дать определенные конкретные предложения по ее совершенствованию.

Подобные задачи предопределяют внутреннюю логическую структуру работы.

Объектом исследования выступает отечественный рынок ценных бумаг, прежде всего в аспекте методов и способов его регулирования, взаимоотношения основных участников этого процесса, конкретный инструментарий регулирования.

Предметом исследования являются теоретические подходы и практические меры регулирования рынка ценных бумаг, вызвавшие к жизни появление государственно-олигополистичес-кого комплекса данного рынка.

Теоретической и информационной базой исследования являются работы отечественных и зарубежных ученых, посвященные роли и месту рынка ценных бумаг в развитых рыночных экономиках, созданию государственно-олигополистических комплексов. Значительное место занимают законодательные и нормативные акты, как в России, так и США и Великобритании, а также документы ряда крупнейших саморегулируемых организаций России. В процессе написания диссертации были использованы оригинальные материалы петербургских Ассоциации и Комитета профессиональных участников рынка ценных бумаг и НАУФОР.

Методологическая основа диссертации определяется как особенностями объекта исследования, так и попыткой увязать теоретический и конкретно-практический подходы к исследуемым проблемам. Поэтому делается попытка сочетания таких ме тодов исследования, как логико-абстрактный и исторический подходы. Значительное внимание уделено использованию материалов сопряженных с экономикой дисциплин и прежде всего юриспруденции. Широко использованы системный и сравнительный анализы (особенно при рассмотрении отечественной и зарубежной регулятивных инфраструктур).

Научная новизна. Как уже отмечалось, в отечественной литературе отсутствует специальное исследование, посвященное регулятивной инфраструктуре рынка ценных бумаг. Это в первую очередь и предопределяет научную новизну работы. Впервые обосновывается создание государственно-олигопо-листического комплекса рынка ценных бумаг России. Раскрывается, в чем состоит специфика данного комплекса по отношению к аналогичным в США и Великобритании.

Впервые в отечественной экономической литературе проводится детализированное исследование основных направлений государственного регулирования рынка ценных бумаг. Систематизированы и проанализированы нормативные акты, определяющие это регулирование.

Полностью лишен аналога в работах других теоретиков анализ процесса становления и регулирования саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг. Этот анализ позволяет сделать вывод, что подобные организации выполняют роль своеобразных цеховых монополий. Однако в конкретных условиях современной отечественной экономики они несут скорее положительное начало, так как регламентируют и организуют работу самого рынка.

В отличие от общепринятой позиции, в диссертации обосновывается концепция ,согласно которой обе существующие на Западе системы регулирования - американская и английская -представляют собой не самостоятельные типы регулятивной инфраструктуры, а всего лишь варианты единой инфраструктуры, включающей как государственное, так и цеховое регулирование

и отличие состоит в акцентах между двумя началами. В рамках этой концепции исследуется отечественная регулятивная инфраструктура и раскрываются ее основные особенности.

Теоретическая и практическая значимость работы определяется тем, что она представляет собой оригинальное исследование одной из важных и актуальных проблем современной экономической теории и практики. Создание эффективной системы регулирования рынка ценных бумаг способно стать мощным стимулом для стабилизации всей экономической жизни страны и послужить основой притока инвестиций и как результат этого - экономического роста.

С теоретической точки зрения в работе обоснованы концепции регулирования рынка ценных бумаг и развито учение отечественных экономистов о государственно-монополистических комплексах.

Практическое значение данной работы заключается в том, что она позволяет реалистично оценить проделанный путь в формировании регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг и на основе его анализа выявить основные тенденции в дальнейшем развитии инфраструктуры. Это в свою очередь может служить научно-практической базой для прогнозирования данных процессов и помочь деятельности как государственных органов, так и профессионалов рынка ценных бумаг.

Отдельные теоретические и практические рекомендации уже используются при работе таких институтов рынка, как НАУФОР, ФКЦБ, РТС и другие. По материалам диссертационного исследования читается специальный курс студентам экономического факультета СПбГУ.

Апробация работы. Основные теоретические и практические положения диссертации были опубликованы автором в научной и периодической печати. Общее количество публикаций составляет 3. С изложением основных тезисов своей концепции автор выступил на пяти конференциях, из них - две - между народных. Наиболее важными являются выступления с докладами на VI Международном банковском конгрессе (Санкт-Петербург, июнь 1997 года)и на 3 ежегодной конференции «Российский фондовый рынок» (организатор - институт Адама Смита, Москва, май 1997 года).

Ряд конкретных выводов диссертационной работы легло в основу документов НАУФОР и других саморегулируемых организаций .

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения.

Во введении обосновывается актуальность и важность выбранной темы, определяются цели и задачи исследования, раскрываются научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, ее методологическая база.

В первой главе исследуется сложившаяся система регулирования рынка ценных бумаг в развитых рыночных экономиках. Подобная система имеет два основных и множество промежуточных типов. К основным типам регулятивной инфраструктуры относятся американский и английский. Оба они содержат две составляющие - саморегулируемые организации и государственные органы.

Подобный вывод обосновывается анализом законодательства США и Великобритании в данной области, а также - исследованием существующей в этих странах практики функционирования рынка.

Во второй главе проанализировано государственное регулирование рынка ценных бумаг в России. Этот процесс рассматривается в его историческом развитии. Генезис государственного регулирования определяется р дом факторов, ведущим из которых является развитие самого рынка ценных бумаг. В работе предлагается оригинальная периодизация этапов развития российского фондового рынка. Еще одним важным фактором, определяющим особенности государственного регулирова ния в России, является борьба между государственными регулирующими органами и саморегулируемыми организациями профессионалов рынка. Важное значение имело соперничество между различными ветвями государственной власти, прежде всего ФКЦБ и Центральным банком России.

Значительное место в этой главе уделено анализу законодательных и нормативных документов. Это объясняется тем, что именно они и выступают основным инструментом государственного вмешательства в рыночные процессы. Подобные документы определяют «правила игры» для участников рынка и тем самым упорядочивают их деятельность. Одновременно с этим показан процесс становления государственных институтов, специально предназначенных для регулирования рынка ценных бумаг.

Наряду с позитивными моментами государственного регулирования, в диссертации показано, что этот процесс носит в России чрезвычайно противоречивый характер.

В третьей главе рассматривается роль и место саморегулируемых организаций в системе регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг России. Саморегулируемые организации рассматриваются как своеобразная монопольная структура, защищающая интересы своих членов от возможной конкуренции со стороны аутсайдеров. Объединение хозяйствующих субъектов в различные деловые ассоциации помогает повысить эффективность работы рынка.

Исследование саморегулируемых организаций также проводится в историческом аспекте. Первоначально создавались региональные организации, затем они переросли в федеральные институты. В диссертации подробно проанализированы уставные и иные документы ведущих саморегулируемых организаций России и Петербурга, что позволяет сделать выводы об их истинной роли и сущности.

Значительное место в данной главе уделено анализу особенностей функционирования РТС - многофункциональной системы обеспечения деятельности профессионалов рынка ценных бумаг по размещению финансовых инструментов с привлечением собственных и заемных средств. В настоящее время РТС обслуживает 314 ведущих брокерских и инвестиционных компаний России.

Среди саморегулируемых организаций России ведущие позиции занимает НАУФОР. Поэтому в диссертации подробно рассматривается процесс его создания, анализируются основные документы, регламентирующие его деятельность.

В заключении подводятся общие итоги проделанного анализа и делаются из него выводы.

## Основные направления развития системы регулирования рынка ценных бумаг в экономически развитых странах запада

Классико-неоклассическое представление о рынке, как совершенно стихийном механизме регулирования экономики мало соответствует реальной экономической действительности. Причем нетрудно заметить закономерность: чем более рынок развит и зрел, чем сложнее взаимоотношения между его агентами и чем более важную роль он играет в макроэкономической жизни, тем активнее проводится политика его сознательного регулирования. Рынок ценных бумаг в развитых странах мира ярко демонстрирует эту закономерность. Занимая, как уже отмечалось выше, особое место в хозяйственном механизме, являясь с одной стороны, своеобразным мостом между микро- и макроэкономической деятельностью, а с другой стороны, став одной из важнейших составляющих современной денежной экономики, рынок ценных бумаг неизбежно становится объектом особо пристального внимания как со стороны правительства, так и со стороны частных лиц.

По мнению российских исследователей В. А. Лялина и П. В. Воробьева основной целью подобного регулирования является попытка «защитить интересы инвесторов от противоправных действий со стороны эмитентов или посредников»". Сходная позиция высказывается и в работе Б. И. Алехина: «Законы нацелены на то, чтобы предотвратить, насколько это возможно, подделку и обман, защитить инвесторов от их собственной наивности /. Подобный подход можно встретить и во многих научных работах - Г. Г. Матюхина, В. Т. Мусатова, С. В. Павлова, В. Г. Федорова.

Такая точка зрения вполне справедлива. Действительно, рынок ценных бумаг оперирует с товаром особого рода - фиктивным капиталом, представляющим собой не реальные ценности, а только их титул. Поэтому фальсификация товара здесь особенно легка.

Недолгая история отечественного рынка ценных бумаг уже дает яркие примеры подобного обмана. Потери, понесенные при этом могут быть катастрофическими не только для отдельных инвесторов, но и для экономики в целом.

Однако, соглашаясь с подобной точкой зрения, необходима признать ее несколько односторонней. Существует вторая причина жесткого регулирования рынка ценных бумаг - его очень резкое реагирование на различные экономические и неэкономические изменения в обществе. Так как рынок ценных бумаг играет ключевую роль в современной макроэкономической деятельности, то колебания этого рынка неизбежно вызывают общие экономические флуктуации, могущие привести к катастрофическим последствиям. Блестящим примером этого является великий кризис 1929-1931 г., поразивший весь капиталистический мир. Начался он с «обвала» Нью-йоркской биржи и привел к краху всей экономической системы.3

Не вдаваясь в дискуссию о сущности и причинах «великой депрессии», что выходит за рамки данного исследования, отметим только активную роль фондового рынка в ее развитии.

Из этих соображений неизбежно вытекает, что в жестком контроле над рынком ценных бумаг заинтересованы не только инвесторы, но и все общество, персонофицирующееся в данном случае в правительственном аппарате.

Наконец, существует еще одна группа интересов контроля над рынком ценных бумаг. Это сами профессионалы рынка. На первый взгляд это выглядит парадоксально. Зачем брокерам и дилерам , ведущим спекулятивную игру, нужен жесткий контроль над их деятельностью? «Дикий» рынок дает возможность ПРОВОДИТЬ рискованные спекулятивные операции и получать сверхприбыли не только за счет клиентов, но и своих коллег. Подобная ситуация и в самом деле имела место при становлении рынка ценных бумаг и в России и в других странах. Однако, когда происходит концентрация рынка и на смену многочисленных мелких хозяйствующих субъектов приходят крупные фирмы, подобный беспредел становится и опасным и невыгодным.

С позиции общей экономической теории концентрация рынка порождает его олигополическую структуру, а последняя неизбежно ведет к росту планомерности и упорядоченности рыночной деятельности. На рынке ценных бумаг этот процесс усиливается в связи с созданием единых торговых и информационных сетей, без которых невозможно проведение регулярных крупномасштабных операций в рамках всей страны (а в перспективе и всего развитого мира).

class1 **ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В**

**СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ** class1

## Основные этапы становления рынка ценных бумаг в России

Несмотря на своеобразность российской экономики XX века, общие тенденции на отечественном рынке ценных бумаг во многом сходны с мировыми. Однако существуют и принципиальные отличия, связанные с разной историей развития всей экономической системы. Определенное развитие рынка в конце XIX - начале XX столетий было резко прервано после 1917 г. Безусловно вопрос о роли ценных бумаг в советской экономике заслуживает специального научного исследования и вряд ли может быть решен так однозначно как у некоторых современных авторов, считающих, что «ликвидация после 1917 г. рынка ценных бумаг и замена экономических методов хозяйствования командно-административными исключили какую-либо историческую преемственность законотворческой деятельности».40

Во-первых, из этой концепции полностью выпадает период 2 0-х годов, когда вовремя НЭПа активно развивались акционерные формы капитала. Во-вторых, и в более поздний период определенное значение в решении вопросов роста совокупного накопления и перелива личных средств в государственное инвестирование играли различные государственные займы, волей-неволей создающие пусть и очень узкий и примитивный рынок ценных бумаг. Представляется, что были и другие скрытые формы появления своеобразных ценных бумаг в стране.

Отсутствие регулятивной инфраструктуры в области ценных бумаг было связано с общим плановым характером экономики, когда план возводился в ранг закона, а реальную регулирующую функцию выполняли партийные и государственные органы.

В этот период единственным специальным юридическим актом о ценных бумагах стало «Положение о переводном и простом векселе» 1937 г., которое было принято в связи с присоединением в 1936 г. СССР к «Международной Конвенции о векселях» (Швейцарская конвенция). В связи с этим впервые появилось понятие ценной бумаги, заимствованное из параграфа 965 Швейцарского обязательного закона. Согласно ему, «ценной бумагой является всякий документ, с которым какое-либо право связано так, что оно без этого документа не может быть осуществлено или передано другому лицу».41

Исходя из этого подхода, в «Положении» (ст.35) вексель определялся как ценная бумага, удостоверяющая ничем не обусловленное обязательство векселедержателя (простой вексель) , либо иного указанного в векселе плательщика (переводной вексель), выплатить по наступлении предусмотренного векселем сроках определенную сумму владельцу векселя. В соответствии с международными нормами, отечественное вексельное право имело прецентивный (наставительный) характер. В отличие от обычного законодательства, здесь был запрещено все, что не разрешено.

## Саморегулируемые организации в системе регулятивной инфраструктуры рынка ценных бумаг России

1997 г. внес определенные изменения в политику государства на рынке ценных бумаг. В основе этих новаций лежал достаточно широкий круг причин, как объективных, так и субъективных.

Прежде всего, значительно возрос объем самого рынка ценных бумаг. Данные о его росте представлены в таблице 1. При этом торги с основными ценными бумагами - ГКО и МКО несколько стабилизировались (см. таблицу 2) . Вместе с тем, общая экономическая ситуация еще далека от стабильности. Пока еще не начался массовый процесс инвестирования в отечественную экономику.

Важнейшей особенностью прошедших месяцев 1997г. стало продолжение конфликта между двумя основными государственными структурами, регулирующими рынок ценных бумаг - ФКЦБ и ЦБ. Вывод ФКЦБ из подчинения Минфина в 1996 г. не только не решил этого конфликта, но напротив, усилил его. Причина подобной ситуации кроется не только в личных амбициях Дубинина и Васильева, но и в различных интересах, как чиновников, так и лоббирующих их бизнесменов.

Конфликт между ЦБ и ФКЦБ постоянно выплескивается на страницы прессы. Так, 7 марта 1997 г. ЦБ распространил пресс-релиз, в котором сформулировал свои основные позиции по данному вопросу. Отмечая позитивность принятого Закона «О рынке ценных бумаг», ЦБ вместе с тем, указывает, что «российский рынок ценных бумаг, его инфраструктура (за исключением рынка ГКО-ОФЗ) все еще находится в зачаточном состоянии, и за год, прошедший после принятия федерального закона «О рынке ценных бумаг», никаких видимых изменений не произошло. В этой связи Банк России считает, что ФКЦБ в нынешнем составе либо не в состоянии надлежащим образом выполнить возложенные на нее законом обязательства, либо делает все возможное, чтобы затормозить развитие российского финансового рынка и российской экономики в целом».108

Малая эффективность деятельности ФКЦБ подтверждается тем, что из подготовленных более чем 50 нормативных актов, ФКЦБ сумела принять только 2. Рынок корпоративных ценных бумаг далеко отстает от рынка ГКО. Основными участниками корпоративного рынка продолжают оставаться, по мнению ЦБ нерезиденты, российские инвесторы реально не привлекаются на отечественный рынок. Чрезвычайно слабо защищены права инвесторов.

По мнению руководства Центробанка именно оно пытается навести порядок на рынке. Так еще в 1996 г. ЦБ подготовил

общий план по созданию центрального российского депозитария. Причем всю технико-организационную сторону ЦБ согласился взять на себя. «Платой» за это должно было стать «серьезное участие» ЦБ в деятельности ФКЦБ. Однако последняя отвергла эти «разумные предложения».

Еще одной претензией ЦБ является то, что ФКЦБ сознательно сегментирует отечественный рынок ценных бумаг, создавая несвязанные между собой сектора государственных и корпоративных бумаг. Для них ФКЦБ создает разные правила регулирования. Созданное ФКЦБ Временное положение о депозитарной деятельности вообще противоречит Гражданскому кодексу РФ. Вместе с тем, разработанные ЦБ правила полностью приемлемы как с точки зрения закона, так и с точки зрения иностранных инвесторов.

Большое возражение ЦБ вызвало то, что ФКЦБ в предоставленной Генеральной лицензии не указало возможности для кредитивных организаций в клиринговой и трастовой деятельности. Реально ограничились операции кредитных организаций на рынке ГКО-ОФЗ.

ФКЦБ немедленно отреагировала на нападки ЦБ и выпустила свой собственный пресс-релиз. Он носил гораздо более сдержанный характер и указывал только на отдельные неточности в трактовке ЦБ регламентации деятельности кредитных учреждений на рынке ценных бумаг.

Сдержанность ответа ФКЦБ вызвана несколькими обстоятельствами. Во-первых, она в отличие от ЦБ не имеет за собой существенной финансовой базы и поэтому может опираться в своей борьбе только на политические рычаги. Во-вторых, многие моменты критики ее деятельности подтверждаются документально. Вряд ли можно признать ряд актов ФКЦБ как успешные.