Новосадский Сергей Юрьевич. Государственное регулирование транспарентности российского рынка ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Санкт-Петербург, 2006.- 200 с.: ил. РГБ ОД, 61 06-8/2700

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. АНАЛИЗ СИСТЕМЫ ИНФОРМАЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 9

1.1. Состояние и проблемы обеспечения информационной открытости российского рынка ценных бумаг 9

1.2. Зарубежный опыт регулирования информационной открытости рынка ценных бумаг 36

1.3. Теоретические и методические аспекты исследования проблемы информационной открытости рынка ценных бумаг 63

ГЛАВА 2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 69

2.1. Система раскрытия информации, ее цели, задачи и состав раскрываемой информации на российском рынке ценных бумаг 69

2.2. Принципы раскрытия информации и их реализация на российском рынке ценных бумаг 93

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕХАНИЗМА РЕГУЛИРОВАНИЯ ТРАНСПАРЕНТНОСТИ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 120

3.1. Переход российских эмитентов на Международные стандарты раскрытия финансовой отчетности на рынке ценных бумаг 120

3.2. Развитие системы обеспечения достоверности информации на рынке ценных бумаг и публичного доступа к ней 142

3.3. Разработка научно-методических рекомендаций совершенствования методов государственного регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг 159

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 184

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 193

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью рыночного механизма и обеспечивает эффективное перераспределение свободных финансовых ресурсов в интересах экономического развития субъектов хозяйствования.

Одним из существенных условий развития рынка ценных бумаг и выполнения им своих функций является обеспечение его транспарентности, поскольку развитая система раскрытия информации, которая удовлетворяет принципам полноты, достоверности, оперативности и равнодоступности раскрываемой на рынке ценных бумаг информации является важнейшим фактором роста капитализации, повышения ликвидности рынка ценных бумаг, снижения инвестиционных рисков и общего укрепления доверия общества к рынку капитала.

Российский рынок ценных бумаг определяется как развивающийся и характеризуется высокими темпами роста. Так, за 2005 г. существенно увеличились все количественные индикаторы биржевого рынка ценных бумаг. Совокупный оборот торгов на Московской межбанковской валютной бирже составил порядка 220 млрд. долл., что превышает показатели за 2004 г. на 41%. В 2005 г. продолжил динамично развиваться биржевой рынок акций. Так, в 2005 году капитализация российского рынка выросла на 90% и составила 63 % от ВВП (13,6 трлн. руб.). Также активный рост наблюдался на рынке корпоративных и региональных облигаций. За 2005 г. российскими предприятиями было размещено на рынке ценных бумаг более 125 выпусков облигаций на сумму 29,7 млрд. долл. против 15,5 млрд. долл. в 2004 г, в том числе на внутреннем рынке в 2005 г - 9,4 млрд. долл. против 5,3 млрд. долл. годом ранее.

Вместе с тем, развитие российского рынка ценных бумаг сдерживается многими факторами, одним из которых является низкий уровень достоверности и достаточности финансовой информации, предоставляемой

эмитентами, что является следствием неэффективности сформированных механизмов регулирования информационных процессов на рынке ценных бумаг. Важная роль в процессе регулирования процессов обеспечения транспарентности рынка ценных бумаг традиционно отводится государству. Российский опыт государственного регулирования рынка ценных бумаг и его транспарентности свидетельствует об отсутствии системного подхода к решению указанной проблемы, что определяет актуальность темы диссертационного исследования.

**Уровень разработанности проблемы.**Разработка теоретических и методических вопросов формирования и совершенствования механизма государственного регулирования развивающихся финансовых рынков в целом и отдельных аспектов регулирования в частности, является достаточно новым направлением как в зарубежной, так и в отечественной финансовой науке.

Исследованию отдельных аспектов государственного регулирования рынка ценных бумаг посвящены работы отечественных и зарубежных экономистов, в том числе Б.И. Алехина, В.П. Астахова, B.C. Барда, У. Батлера, С.А. Бахматова, Т.Б. Бердниковой, Т.К. Блохиной, В.В. Бочарова, Р. Брейли, Дж. В. Бэйли, СВ. Валдайцева, Д. Гарнера, Дж. А. Гордона, Э. Джонса, B.C. Кабакова, Е. И. Карпикова, Р. Конвей, И.В. Костикова, Е. Марианн, С. Майерса, *ЯМ.*Миркина, Р. Оуэна, Ю.Б. Рубина, Л.Н. Павловой, А.Е. Шерстобитова, Ф. Шарпа и других.

Вопросы обеспечения транспарентности рынка ценных бумаг нашли отражение в работах зарубежных авторов Г.Дж. Бенстона, СБ. Вари, Р. Кармеля, Л. Лосса, X. Манне, Т.А. Мара, Р. Экклза и других.

Вместе с тем, изучение публикаций по теме диссертационного исследования показало, что в работах отечественных авторов вопросам обеспечения адекватного уровня транспарентности финансовых отношений не уделяется должного внимания, не нашли достаточного освещения вопросы совершенствования механизма государственного регулирования транспарен-тности рынка ценных бумаг с учетом как мирового опыта, так и

сложившихся реалий развития отечественного рынка капитала, что и предопределило выбор цели и задач диссертационного исследования.

**Цели и задачи диссертационного исследования.**Целью диссертационного исследования является разработка научно обоснованных методических положений и практических рекомендаций по развитию механизма государственного регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг.

В соответствии с поставленной целью исследования и его объектно-предметной ориентацией решению подлежит комплекс **научно-практических задач:**

систематизировать основные принципы и подходы к повышению качества государственного регулирования системы информационной открытости рынка ценных бумаг;

обосновать целесообразность и последствия внедрения современных требований к составу и качеству раскрываемой информации на рынке ценных бумаг на основе зарубежного опыта;

конкретизировать организационно-правовые особенности государственного регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг;

определить факторы, ограничивающие раскрытие информации на российском рынке ценных бумаг;

разработать комплекс мер и рекомендаций, обеспечивающих эффективность государственного регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг.

**Предмет исследования**составляет организационно-правовой процесс, обеспечивающий повышение уровня транспарентности российского рынка ценных бумаг.

**Объектом исследования**является деятельность органов государственного управления Российской Федерации и зарубежных стран по обеспечению транспарентности рынка ценных бумаг.

**Теоретической и методологической основой**диссертации явились

труды отечественных и зарубежных специалистов по теории рынка ценных бумаг, государственного регулирования, инвестиционного анализа, корпоративных финансов. Для решения поставленных в работе задач применялись методы анализа и синтеза, индукции и дедукции, абстракции и обобщения, структурно-функциональный метод системных исследований, диалектический подход, а также официальные статистические данные по деятельности российских корпораций на рынке ценных бумаг.

Информационную базу составили нормативно-правовые и инструктивные материалы по проблемам регулирования рынка ценных бумаг, аналитические материалы Министерства финансов Российской Федерации, Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации и Федеральной службы по финансовым рынкам, Центрального банка Российской Федерации, статистические данные, характеризующие развитие российского рынка ценных бумаг.

**Научная новизна диссертационной работы**заключается в следующем:

обоснована целесообразность создания системы обязательного раскрытия информации на рынке ценных бумаг с целью повышения его ликвидности и обеспечения равных условий для инвесторов;

на основе комплексного анализа транспарентности российского рынка ценных бумаг определен состав и структура раскрываемой эмитентами информации, ее целевое назначение;

выявлены особенности реализации принципов раскрытия информации эмитентами на российском рынке ценных бумаг;

систематизированы формы раскрытия финансовой информации на основе анализа организационно-правового регулирования российского рынка ценных бумаг и требований международных стандартов;

разработаны научно-практические рекомендации по совершенствованию методов государственного регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг.

**Практическая значимость**результатов диссертационного исследования заключается в том, что разработанные методические положения, рекомендации и выводы могут быть использованы в практической деятельности органами государственного управления, саморегулируемыми организациями и эмитентами при определении форм и методов повышения уровня транспарентности рынка ценных бумаг.

Теоретические и методические положения диссертационной работы используются при проведении занятий по дисциплинам «Рынок ценных бумаг», «Биржевое дело», «Финансы организаций (предприятий)» в Санкт-Петербургском государственном инженерно-экономическом университете.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения, выводы и рекомендации диссертационного исследования были доложены, обсуждены и одобрены на научно-практической конференции «Актуальные проблемы экономики и современного промышленного менеджмента» (Санкт-Петербург, 2004 г.); на VI и VII межвузовской конференции аспирантов и докторантов «Теория и практика финансов и банковского дела на современном этапе» (Санкт-Петербург, 2004-2005 гг.), на научных семинарах кафедры финансов и банковского дела Санкт-Петербургского государственного инженерно-экономического университета в 2004-2005 гг., выездных семинарах ФКЦБ **РФ**(в н.в. ФСФР).

**Структура работы**определяется логикой исследования и поставленными в ней задачами. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованных источников.

Во *введении*обоснована актуальность темы диссертационного исследовании, определены цель и задачи исследовании, его предмет и объект, методическая и информационная база, научная новизна и практическая значимость.

В первой главе диссертации - *«Анализ информационного обеспечения российского рынка ценных бумаг» -*проведен анализ состояния информационного обеспечения российского рынка ценных бумаг. Выявлен круг научно-методических проблем раскрытия информации о выпусках

ценных бумаг, а также обоснована необходимость создания общедоступной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг, совершенствование которой отнесено законодательством РФ к функции регулятора рынка; обобщен зарубежный опыт регулирования транспарентности рынка ценных бумаг, теоретические и методические положения по исследуемой проблеме.

Во второй главе - *«Методические основы государственного регулирования транспарентности рынка ценных бумаг»*- определены основы методического регулирования транспарентности рынка ценных бумаг; на основе системного подхода рассмотрены субъекты и объекты регулирования в указанной системе, проведена классификация раскрываемой информации, определены основополагающие принципы процедуры раскрытия информации на российском рынке ценных бумаг.

В третьей главе - *«Совершенствование механизма регулирования транспарентности российского рынка ценных бумаг»*- рассмотрены методы раскрытия финансовой информации на рынке ценных бумаг, информационное обеспечение размещения ценных бумаг, разработаны направления совершенствования публичного размещения ценных бумаг.

В *заключении*изложены основные результаты исследования.

**Публикации.**По теме диссертационного исследования опубликовано 6 научных работ объемом 2,75 п.л., отражающих основное содержание диссертации.

## Состояние и проблемы обеспечения информационной открытости российского рынка ценных бумаг

Развитая система раскрытия информации, которая удовлетворяет принципам полноты, достоверности, оперативности и равнодоступности раскрываемой на рынке ценных бумаг информации является существенным фактором роста капитализации, повышения ликвидности рынка ценных бумаг, снижения инвестиционных рисков и общего укрепления доверия общества к рынку капитала. Именно такая система способствует притоку новых средств в реальный сектор экономики, оказывает положительное влияние на темпы экономического роста и является одним из ключевых элементов эффективного регулирования фондового рынка. Раскрытие информации, информационная прозрачность всех участников процесса выпуска и обращения ценных бумаг является имманентным условием свободного и справедливого рынка.

Непрерывное развитие рынка ценных бумаг, усложнение отношений между его субъектами, возникновение новых технологий и возможностей по раскрытию информации делают задачу по совершенствованию действующей системы раскрытия информации крайне актуальной и требуют постоянных усилий в этой области. Необходимо постоянно разрабатывать и включать в существующую правовую и регуляторную систему рынка ценных бумаг новые принципы и передовые научные подходы к регулированию обеспечения транспарентности всех участников фондового рынка, а также совершенствовать их взаимоотношения с органами регулирования, осуществлять подготовку методологических и разъяснительных материалов, относящихся к раскрытию информации на рынке. Российский рынок ценных бумаг определяется как развивающийся и характеризуется высокими темпами роста (рис. 1.1).

Регулирование раскрытия информации является важнейшим инструментом достижения цели по созданию эффективного, однородного, справедливого и свободного рынка, на котором максимально будут защищены интересы главного предпринимателя на рынке ценных бумаг-инвестора в условиях положительной динамики привлечения инвестиций на российском рынке ценных бумаг (рис. 1.2).

В условиях динамично развивающегося российского рынка ценных бумаг (рис. 1.3) крайне важным является совершенствование механизма ответственности участников рынка ценных бумаг, нарушающих требования по раскрытию информации.

## Система раскрытия информации, ее цели, задачи и состав раскрываемой информации на российском рынке ценных бумаг

Под системой раскрытия информации мы понимаем такой порядок взаимодействия регулирующих органов, субъектов раскрытия информации и ее получателей, при котором обеспечивается возможность оперативного, публичного и свободного доступа инвесторов к раскрываемой информации.

В системе раскрытия информации с одной стороны находятся инвесторы, являющиеся источником капитала и представляющие сторону спроса на информацию, необходимую им для принятия решения и правильной оценки инвестиционных активов и управленческих решений руководства компаний, с другой стороны, со стороны предложения, находятся эмитенты ценных бумаг, привлекающие капитал инвесторов и располагающие всей полнотой информации о деятельности и финансовом состоянии компаний, которыми они управляют.

Разница целей и стимулов этих двух групп приводит к необходимости регулирования раскрытия информации и установления четких правил и стандартов раскрытия информации для предотвращения возможных конфликтов интересов и связанных с ними провалов рынка. Помимо регулятора, который на законодательном уровне устанавливает четкие стандарты раскрытия информации, важную роль играют и другие институты, такие как аудиторы, финансовые консультанты, органы, устанавливающие стандарты раскрытия финансовой информации, а также дистрибьюторы информации и аналитики на рынке ценных бумаг, обеспечивающие достоверность информации и эффективность ее доведения до инвесторов.

Система раскрытия информации с учетом особенностей российского рынка ценных бумаг представлена на рис. 2.1.

обеспечивает выравнивание информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами, что позволяет инвестору получить необходимую информацию для осуществления адекватной оценки инвестиционного потенциала предлагаемых финансовых инструментов и свободного выбора риска, приемлемого для конкретного инвестора и соответствующего выбранной им инвестиционной стратегии;

снижает риски недобросовестного поведения эмитентов ценных бумаг при привлечении капитала;

способствует повышению ликвидности ценных бумаг эмитентов на основе принятия эмитентами стратегии поддержания постоянного информирования фондовых аналитиков и инвесторов, распространения своевременной и качественной информации о текущем финансовом состоянии и перспективах развития компании.

Если существование системы обязательного раскрытия информации и необходимость его жесткого регулирования с точки зрения защиты прав и интересов инвесторов не вызывает сомнений, то плюсы и минусы такой системы для компаний, обязанных раскрывать информацию, не столь очевидны. Это связано с тем, что раскрытие информации несет дополнительные издержки для компаний. Такие издержки могут быть как прямыми, например, на сбор и проверку данных, подготовку соответствующей отчетности и ее публикацию, аудит финансовой отчетности и т.п., так и косвенными, например утрата конкурентного преимущества, риск возможного недружественного поглощения, риск претензий со стороны государственных органов и налоговых служб и т.д. Так, Gray, Radebaugh, and Roberts [17] в 1990 г. провели исследования, в которых рассматривалась относительная важность различных потенциальных затрат, связанных с добровольным раскрытием информации (табл. 2.1).

## Переход российских эмитентов на Международные стандарты раскрытия финансовой отчетности на рынке ценных бумаг

Важнейшим элементом раскрытия информации и прозрачности компаний является публикация эмитентами ценных бумаг своей финансовой отчетности. Инвестиционное сообщество во всем мире придает особое внимание доступности, понятности и достоверности финансовой информации, раскрыва-емой компаниями.

Стандарты IOSCO не содержат требований, связанных с раскрытием финансовой отчетности, и не касаются вопроса, какими принципами бухгалтерского учета и аудита могут руководствоваться эмитенты при подготовке финансовых отчетов. Эти вопросы вынесены за рамки Стандартов, поскольку в соответствии с планом создания единого рынка ЕС, все европейские компании, ценные бумаги которых обращаются на организованных рынках, с 2005 г. раскрывают свою финансовую отчетность в соответствии с Международными стандартами раскрытия финансовой отчетности (МСФО).

Что касается американских компаний, а также иностранных компаний, ценные бумаги которых торгуются на организованных рынках США, то они в соответствии с требованиями Комиссии по ценным бумагам и биржам США обязаны раскрывать финансовую отчетность в соответствии с US GAAP.

В целом система подготовки и представления финансовой отчетности российскими предприятиями развивается в соответствии с требованиями рыночной экономики. В то же время следует отметить ряд недостатков как концептуальных, так и технических (с точки зрения практической реализации законодательных требований), препятствующих эффективному функциониро-ванию данной системы. К концептуальным недостаткам относится, прежде всего, отсутствие согласованного подхода к решению одних и тех же проблем в рамках различных нормативных актов, что приводит к возникновению на практике многочисленных спорных ситуаций, которые стороны вынуждены разрешать в судебном порядке.

Требования к раскрытию информации, в т.ч. финансовой, эмитентами впервые были законодательно закреплены в Федеральном законе «Об акционерных обществах», принятом в декабре 1995 г. Однако требования данного закона распространялись исключительно на акционерные общества и не охватывали эмитентов ценных бумаг иной организационно-правовой формы. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг», принятом в 1996 г., уже содержались конкретные требования по раскрытию информации эмитентами, в т.ч. в части состава отчетности и ее периодичности. Эти требования распространялись уже на всех эмитентов независимо от организационно-правовых форм. В законе было также введено понятие «ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг». С введением требования о регулярном, раз в квартал, обновлении раскрываемой эмитентом информации у инвесторов появилась реальная возможность доступа к более оперативной информации, что весьма существенно для принятия экономических решений в условиях изменчивой экономической конъюнктуры.

В ноябре 1996 г. был принят еще один законодательный акт, в котором затрагивались вопросы раскрытия финансовой информации организациями -Закон «О бухгалтерском учете». В данном законе рассматривались исключительно вопросы ведения бухгалтерского учета, составления и представления бухгалтерской отчетности всеми без исключения организациями без дифференциации в зависимости от того, является ли организация эмитентом ценных бумаг или нет. Тем не менее, помимо требований к составу бухгалтерской отчетности, Закон также содержал положения, касающиеся публичности бухгалтерской отчетности, устанавливал сроки ее представления и публикации организациями.