Алешина Анна Валентиновна. Сравнительный анализ моделей регулирования фондовых рынков : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 1999 209 c. РГБ ОД, 61:99-8/709-1

**Содержание к диссертации**

Введение

1. ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ 10

1.1 Особенности моделей фондового рынка 10

1.2 Основные тенденции развития фондовых рынков 15

1.3 Воздействие фондовых кризисов на рынок....35

2. НЕОБХОДИМОСТЬ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА 46

2.1 Цели регулирования фондовых рынков 46

2.2 Необходимость государственного регулирования: проблемы и перспективы 48

2.3 Анализ международного регулирования фондовых рынков 57

2.4 История развития фондового рынка и его регулирования в России........................... .. 64

3. СТРУКТУРА МОДЕЛИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА И ЕЕ ЭЛЕМЕНТЫ 72

3.1 Формирование модели регулирования фондового рынка . . 72

3.2 Страновые концепции регулирования фондового рынка как элемент модели регулирования 74

3.3 Специфические черты нормативного регулирования фондового рынка за рубежом и в России 76

3.4 Система институтов и органов, осуществляющих регулирование фондового рынка, как составная часть модели регулирования 96

3.5 Сравнительный анализ инструментов и механизмов регулирования фондового рынка. 127

3.6 Концепция модели регулирования фондового рынка в России и ее реализация на современном этапе 179

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 184

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 188

ПРИЛОЖЕНИЕ 198

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования.

Одним из способов преодоления глубокого экономического кризиса в России является расширение инвестиционной базы. Фондовый рынок является важнейшим элементом мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов в развитой рыночной экономике. Развитие и функционирование рынка предполагает состояние стабильности и надежности, что предопределяет наличие и совершенствование механизмов его регулирования.

Несмотря на то, что в России постепенно формировалась цивилизованная инфраструктура фондового рынка, создавались торговые площадки, развивались как биржевые, так и внебиржевые технологии торгов, вырабатывались правила поведения на рынке, однако, модель регулирования так и не была разработана во всех ее аспектах. В частности, отсутствует четкая концепция регулирования; структура институтов и органов, осуществляющих регулирование, недостаточно разработана, а функции между ними нечетко распределены, что приводит к конфликтам; нормативная база противоречива и не полностью отвечает современным требованиям. Кроме того, недостаточно используется арсенал регулирующего инструментария, который выработан современной международной практикой, как в целом, так и применительно к разным ситуациям, в том числе и в условиях фондового кризиса. Актуальными остаются вопросы адаптации зарубежного опыта к российским условиям с учетом переходного характера экономики, национально-исторических особенностей и сложившейся практики делового оборота.

Фондовый рынок - это рынок, в большей степени основанный на доверии, причем честность и открытость посредников и эмитентов являются необходимым условием динамичного развития рынка. В условия фондового кризиса в России и других странах особую актуальность приобретает проблема поиска новых подходов к регулированию фондовых рынков с целью снижения системных рисков и обеспечения надлежащей защиты прав инвесторов. Учитывая, что процессы, происходящие на фондовом рынке, оказывают воздействие на другие сегменты финансового рынка, кризисные явления на фондовом рынке в значительной степени влияют на экономику в целом, в особенности на банковский сектор и валютный рынок. Примером тому явился недавний мировой кризис 1997-1998 годов, а также августовский кризис, начавшийся в 1998 году в России, когда в результате замораживания внутреннего рынка государственных ценных бумаг большинство банков оказалось в положении банкротов, курс рубля резко упал, произошел спад во всех остальных отраслях экономики. Как результат - Россией были утеряны почти все позиции на международных финансовых рынках.

Актуальность работы также обусловливается тем, что в настоящее время фондовые кризисы все более приобретают глобальный, а не только национальный характер. В связи с этим переосмысление моделей регулирования фондовых рынков также должно происходить с глобальных позиций. Остро назрела необходимость международной координации регулирования фондовых рынков, аналогичная той, попытка которой ранее была осуществлена в банковской сфере, результатом чего явились принятые меры по установлению минимальных стандартов регулирования банковского капитала, а также иные меры регулирования.

События последних лет доказали, что фондовый рынок России постепенно становится неотъемлемой частью международного финансового рынка. Поэтому необходимо построить такую модель регулирования фондового рынка России, которая отвечала бы как национальным особенностям, так и требованиям, определяемым современными тенденциями развития мирового финансового рынка.

Степень разработанности проблемы.

Теоретические и практические аспекты регулирования фондового рынка исследовались широким кругом отечественных и зарубежных авторов. Среди них можно назвать Рубцова Б.Б., Миркина Л.М., Мусатова В.Т., В.К. Андреева, В.А.Белова, Т.М.Адекенова, Н.Т.Клещева, А.Н.Буренина, А.А.Фельдмана, Агар-кова М.М., Алексеева М.Ю, Fabozzi F.J., Loss L., Ratner D.L., Sharp W.F., Seligman J., B.Steil, R.Schwartz, J.Dermine, R.Dale, Wood C.,Anderson R., Perrish M., R.J.Teweles, E.S.Bradley, R.J.Herring, R.E.Litan и других.

Однако следует отметить некоторую специализированную направленность сферы исследования у большинства авторов. В работах экономического характера обычно основной упор делается на описание видов операций на фондовом рынке, методы оценки ценных бумаг, их доходности и так далее. В правовой литературе, как правило, описываются нормативные акты и правила совершения операций на фондовом рынке, установленные в этих актах.

В отечественной и зарубежной литературе практически отсутствует комплексный анализ моделей регулирования фондового рынка во всех ее составляющих - экономического, правового и организационного характера.

Цели и задачи исследования.

Целью исследования является обоснование и разработка эффективной модели регулирования фондового рынка России на основе проведения сравнительного анализа моделей регулирования фондовых рынков в разных странах и с учетом особенностей российской экономики.

В соответствии с указанной целью в диссертационной работе были поставлены следующие задачи:

і 1. Проанализировать современные тенденции развития фондового рынка,

jф оценить их влияние на изменение условий его функционирования и необходи р, мость пересмотра регулирования.

2. Сформулировать и обосновать понятие "регулирование фондового рын • ка". Выявить базовые факторы, определяющие формы и механизмы регулирования.

,; З.Разработать приоритетную классификацию целей регулирования фондового рынка для выявления минимального набора инструментов, необходимого для функционирования эффективного и стабильного рынка.

4.Предложить адекватные российским экономическим условиям меры по предотвращению и снижению последствий кризиса на фондовом рынке.

5.Провести сравнительный анализ нормативной базы, структуры регулирующих органов, инструментов и методов регулирования в развитых странах и в России, с целью формирования эффективной модели регулирования, применимой к условиям функционирования фондового рынка России.

б.Выявить недостатки современного российского регулирования фондового рынка и разработать предложения по повышению его эффективности в соответствии с поставленными целями.

7. Обосновать необходимость регулирования рынка производных ценных бумаг как специфического сегмента фондового рынка и предложить апробированные в зарубежной практике методы регулирования, адекватные условиям России.

В качестве объекта исследования выступают фондовые рынки России и других стран.

Предметом исследования являются модели регулирования фондового рынка.

Теоретической и методологической основой исследования являются труды зарубежных и отечественных экономистов; инструктивные и справочные материалы, нормативные документы, законодательные акты России и других стран, ( а также рекомендации международных и зарубежных финансовых организаций, в том числе МВФ, Мирового банка, Международной организации комиссий по рынку ценных бумаг (IOSCO), Комиссии по рынку ценных бумаг США (SEC), Щ Национальной ассоциации участников фондового рынка (NASD) и других. В ра боте также использованы данные научных экономических журналов и газет, ста- /\- тистика международных организаций, а также статистические данные и иная справочная информация, полученная по сети Интернет из Комиссий по ценным бумагам и Центральных Банков разных стран, а также международных организаций. При проведении исследования использованы концепции, научно практические подходы, разработки и методики зарубежных ученых и организаций, регулирующих национальные фондовые рынки по нескольким направлениям.

Методологической базой исследования, проведенного в данной работе, стали системный и сравнительный анализ, анализ причинно-следственных связей, метод научной классификации, исторический метод, а также принципы диалектической логики.

Данная диссертация является одним из первых специальных всесторонних исследований моделей регулирования фондовых рынков в России и за рубежом. Кроме того, это одно из первых аналитических исследований в России, обосновывающих концепцию модели регулирования в период кризиса.

К наиболее существенным результатам, содержащим новизну и решение научной проблемы, относятся следующие:

1 .Произведена классификация целей регулирования на основные и дополнительные, на базе которых определены приоритеты регулирования.

2.Автором предложена собственная концепция комплексного подхода к изучению модели регулирования фондовых рынков и сформулирована структура такой модели. Выделены отдельные элементы модели регулирования, а именно: (І)концепция регулирования; (2)структура институтов и органов, осуществляющих регулирование; (3) совокупность нормативных актов, являющихся базой регулирования и (4) система инструментов и методов регулирования. Показана их взаимозависимость в рамках одной модели.

3. Автором в рамках модели регулирования и на основе проведенного комплексного сравнительного анализа разработаны предложения по созданию концепции регулирования фондового рынка в России, совершенствованию нормативной базы, изменению структуры регулирующих органов и институтов и распределению функций между ними, а также предложены и обоснованы новые методы и инструменты регулирования фондового рынка России с учетом национальных особенностей.

4. Автором разработаны и определены первоочередные направления международной координации регулирования в новых условиях функционирования международного фондового рынка, включая координацию национальный финансовой политики, установление единых стандартов деятельности, принятие единообразных законов по ценным бумагам.

5.0боснована необходимость и предложены методы регулирования рынка производных ценных бумаг как особого сегмента фондового рынка. Практическая значимость исследования.

Выводы и предложения, сформулированные в диссертации, могут быть использованы в работе организаций, министерств и ведомств России, осуществляющих регулирование фондового рынка России. Результаты исследования используются Правительством г.Москвы в рамках разработки проектов привлечения инвестиций и регулирования фондового рынка г.Москвы. На основе рекомендаций автора была создана система внутреннего контроля в АКБ "Электробанк" еще до принятия соответствующего Положения ЦБ РФ, что позволило банку избежать последствий фондового кризиса 1998г.

Положения настоящей диссертации также использовались при разработке учебных курсов "Финансовые рынки", "Финансовое право", "Международное регулирование фондовых рынков", в чтении которых принимает участие и сам автор, пособий, учебных изданий кафедры "Финансы и кредит" экономического факультета МГУ им. М.В.Ломоносова.

Основные положения и выводы диссертационного исследования излагались автором на семинаре "Вопросы функционирования кредитно-финансовой системы России" на экономическом факультете МГУ им. М.В.Ломоносова (Москва, 1997г.), а также на Конференциях молодых ученых, аспирантов и студентов "Ломоносов-97" и "Ломоносов-98", а также на Ломоносовских чтениях 1997 и 1998 годов, которые проходили в МГУ им. М.В.Ломоносова.

## Особенности моделей фондового рынка

Существует несколько способов классификации моделей фондовых рынков. Самая распространенная, это деление фондовых рынков по моделям в зависимости от того, предоставлено ли право банкам работать с ценными бумагами или нет. Обычно выделяют две модели фондовых рынков - "американскую" и "германскую". В "американской модели" - основные представители: США, Великобритания - инвестиции в акции банкам запрещены. В "германской" модели -основные представители: Германия, Швейцария - банки оперируют с ценными бумагами почти без ограничений.

Появление таких моделей было связано с вопросом: увеличивают ли операции банков с ценными бумагами риск банкротства.

В США ("американская" модель) после Великой Депрессии в 30-е годы было однозначно решено, что деятельность коммерческих банков с ценными бумагами увеличивает риск банкротства. Поэтому в 1933 году был принят Закон "Гласса-Стигала", который запретил коммерческим банкам (как прямо, так и через дочерние компании) совершать инвестиции в акции.

В целом можно согласиться с мнением С.Фридмена, который считает, что: "С позиции сегодняшнего дня можно увидеть три основные причины разделения банков и дилеров по ценным бумагам. Первая - считалось, что допуск банков к бизнесу по гарантированию размещения ценных бумаг (андеррайтингу) чреват для них чрезмерным риском (банкротства). Вторая группа аргументов сводилась к озабоченности, что роль банков как заимодавцев и их роль как андеррайтеров может прямо привести к конфликту интересов. Третья группа аргументов отражала озабоченность возросшей концентрацией в финансовой сфере". (І)Последние годы на фондовых рынках некоторым образом подтвердили утверждение С.Фридмена. Действительно, число банкротств банков, вызванных операциями на фондовом рынке, значительно выросло по сравнению с тем, что было десятилетие назад. Однако, банкротства, связанные с невозвратом кредитов и проблемой переоценки активов занимают все еще самую большую долю среди банкротств банков. (2)Крнфдикт\_интересов при выполнении коммерческими банками функций дилеров по ценным бумагам, который упоминал С.Фридмен, также существует. Одним из распространенных на западе случаев конфликта интересов является ситуация, когда банк для возврата сомнительных кредитов, организует выпуск должником акций или облигаций, и инвестирует в них управляемые им средства своих клиентов. Банк может также выдать кредит на приобретение размещаемых им же ценных бумаг. Однако, такие конфликты интересов могут возникать на любой фирме, которая совмещает несколько видов деятельности. Причем это может случиться и в самой дилерской фирме, когда дилер продает своим клиентам ценные бумаги, которые им гарантированы. Разделение операций, конечно, целесообразно, но до определенного предела.

(3) В США не меньшую роль в установлении запрета на операции с акциями сыграли опасения чрезмерной концентрации финансовой мощи банков. Но в то же самое время в США правила, регулирующие операции американских коммерческих банков с акциями на зарубежных рынках, отличаются большим либерализмом, чем правила обращения с акциями на внутреннем рынке, хотя если исходить из соображений безопасности банковского дела, то должно быть наоборот. Так, банковским холдинговым компаниям разрешено гарантировать, распространять и осуществлять дилерскую деятельность с долговыми и имущественными ценными бумагами за пределами США с учетом того, что гарантирование отдельного выпуска акций не может превышать сумму в 2 млн. долларов. Такая характерная особенность коммерческих банков США как запрет на совершение операций с акциями существенно повлиял на их конкурентоспособность. Сейчас в США на долю финансирования компаний с помощью ценных бумаг приходится около 40%, в то время как в Германии и Японии эта величина составляет около 20%.2 Хотя частично это объясняется ростом секьюритизации во всем мире, все равно, в США падение роли объемов финансирования с помощью банковских кредитов происходит угрожающими темпами. Кроме того, все большую конкуренцию коммерческим банкам в США составляют иные финансовые институты, в том числе пенсионные, инвестиционные фонды и другие.

## Цели регулирования фондовых рынков

Само понятие "регулирование" обычно означает "установление правил поведения". Правила поведения, которые устанавливаются, зависят от целей, которые необходимо достичь. В понятие регулирование автор включает как государственное регулирование рынка, так и саморегулирование. Саморегулирование представляет собой установление правил поведения и контроль за их выполнением, осуществляемый со стороны самих участников рынка. Такое саморегулирование может происходить как путем закрепления полномочий по регулированию за специально созданными организациями (СРО) (в виде передачи государством части полномочий "по регулированию или в виде волеизъявления самих участников о предоставлении таких полномочий), так и на уровне фирмы в рамках внутреннего контроля. Государственное регулирование предполагает установление "правил поведения", а также осуществление контроля и надзора за участниками рынка.

Следует разграничивать внутреннее и внешнее регулирование. Внутреннее регулирование затрагивает проведение финансовых операций внутри страны как резидентами, так и нерезидентами. Сюда входят ограничение на совершение операций на рынках, на вхождение участников, специфическое налогообложение, особенности эмиссии и обращения ценных бумаг в данной стране, и так далее. Внешнее регулирование может быть также 2 видов: регулирование в других странах действий резидентов данной страны, и международное регулирование.

Международное регулирование операций с ценными бумагами в настоящее время идет по пути кодификации правовых норм по основным видам ценных бумаг, которые чаще используются в международном хозяйственном обороте. В том числе были приняты Конвенции "О переводном и простом векселе", "Унифицированные правила по инкассо" (в ред. 1978г. и 1995г.), "Унифицированные правила и обычая для документарных аккредитивов" (в ред. 1993г.), "Унифицированные правила по договорным гарантиям" (в ред. 1978г.), "Унифицированные правила для гарантий по первому требованию" (в ред 1992г.).

Также возможным направлением унификации финансового регулирования на международном уровне может стать установление минимальных стандартов, причем в ограниченном количестве, на вхождение на рынок, на осуществление определенной деятельности.В настоящее время в рамках Всемирной торговой организации (ВТО) было принято решение о либерализации финансовых рынков (подписание многостороннего соглашения состоялось 12 декабря 1997 года). Речь идет о снятии барье ров на данных рынках и свободном допуске иностранных конкурентов в национальные банковские, страховые и фондовые секторы.1

По условиям данного соглашения, около 100 государств обязались обеспечить различную степень открытости своих финансовых рынков с 1999 года.1 Такая либерализация будет способствовать облегчению процесса движения капитала. Россия еще не присоединилась к соглашению, но если Правительством будет принято решение о вступлении в ВТО, перед Россией тот час же возникнут прблемы в связи с тем, что в стране проводится протекционистская политика защиты национальных финансовых институтов в этих секторах. Кроме того, для координации регулирования на международном уровне были созданы специальные наднациональные органы, осуществляющие регули рование. Сюда входят Международный Валютный Фонд, Мировой Банк и мно гие другие. Было заключено несколько соглашений на международном уровне. Создан Европейский Союз, надзорные органы которого осуществляют коорди- ;» нацию деятельности регулирующих органов стран Европы.

## Формирование модели регулирования фондового рынка

В экономически развитых странах существует разное регулирование фондовых рынков, которое зависит от исторических причин, национальных традиций, нормотворческой практики и многого другого. Однако, по моему мнению, можно выделить несколько универсальных требований, которые должны предъявляться к фондовому рынку:

установление четкой классификации различных видов ценных бумаг;

введение принципа обязательности раскрытия эмитентами необходимой информации о своей деятельности; \J

определение форм и методов надзора за деятельностью участников рынка ценных бумаг, и компетенции органов, осуществляющих подобный надзор;

регламентация деятельности саморегулирующих организаций;

требования к деятельности различных категорий профессиональных участников рынка ценных бумаг;

обеспечение мер защиты против недобросовестного поведения на рынке ценных бумаг и использование в целях личного обогащения конфиденциальной информации, связанной с деятельностью на этом рынке;

регламентация мер ответственности за противоправные действия на

рынке ценных бумаг.

Если суммировать все вышеизложенное, то по моему мнению, модель регу-Лирования.фондового рынка\_состоит из следующих элементов:

из концепции регулирования фондового рынка, которая определяет

принципы функционирования и пути развития рынка.

из системы институтов регулирования рынка, как государственных так и негосударственных.

из правовых актов (законов), которые устанавливают правила поведения и меру ответственности за нарушения предписанного поведения.

и из специфических инструментов регулирования, с помощью которых можно воздействовать на фондовый рынок.

По мнению автора схему модели регулирования фондового рынка можно представить следующим образом:

Все составляющие модели регулирования являются взаимозависимыми, причем изменения в одной из составляющих модели вызовут автоматические изменения в других составляющих.

Автор считает, что модель регулирования фондового рынка зависит в первую очередь от концепции регулирования рынка, то есть от той политики регулирования, которая проводится государством на данном рынке и от тех целей, которые пытаются достичь путем регулирования. Обычно в концепции регулирования сформулированы пути развития фондового рынка, которые могут быть самыми различными. Такими путями развития фондового рынка могут быть как превращение национального фондового рынка в международный финансовый центр, так и протекционистская политика с целью защиты от иностранного влияния (национальной валюты, местных финансовых фирм от конкуренции со стороны иностранных, определенных стратегических отраслей от проникновения иностранного капитала и т.д.).

Таким образом, концепция регулирования определяет дальнейшие пути развития фондового рынка, и все остальные составляющие модели регулирования рынка, такие как структура регулирующих институтов, правовые акты, и сами инструменты регулирования.

Другой важнейшей составной частью модели регулирования является система институтов и органов, осуществляющих регулирование. - как государственных, так и негосударственных. Причем для определения модели имеет большое значение структура регулирующих институтов, их взаимоотношения друг с другом, распределение полномочий между ними, иерархия подчиненности и многое другое. В разных странах сложилось разное соотношение между органами регулирования, причем это соотношение часто зависит от исторических, культурных и национальных традиций.

В прямой зависимости от концепции регулирования находится система нормативных актов, которая устанавливает правила поведения на фондовом рынке и ответственность за нарушение этих правил. Но, с другой стороны, эти законодательные акты находятся в зависимости от институтов, осуществляющих регулирование, так как большую часть этик актов издают именно они.

Кроме того, непосредственно регулируют фондовый рынок инструменты и механизмы регулирования которые также связаны с другими составляющими модели регулирования.

3.2 Страновые концепции регулирования фондового рынка как элемент модели регулирования.

Как уже говорилось выше, концепцией регулирования фондового рынка является совокупность целей, закрепленных волей государства и участников рынка, и путей развития фондового рынка, а также применяемых для достижения этих целей инструментов и методов.

В концепцию регулирования рынка обычно закладывают те цели, которые хотят достичь регулированием. Как уже говорилось выше, цели эти могут быть совершенно разными. Это может быть как обеспечение условий для превращения национального фондового рынка в международный финансовый центр, так и наоборот защита национальных финансовых фирм от конкуренции со стороны иностранных компаний.

По мнению автора, следует выделять основные цели регулирования и дополнительные. Причем сначала необходимо достичь результатов основных целей, а потом уже предпринимать меры для регулирования в соответствии с поставленными дополнительными целями.