Гасанов Эльнур Руслан оглы. Особенности развития рынка государственных ценных бумаг Канады : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.14, 08.00.10 Москва, 2006 181 с. РГБ ОД, 61:07-8/271

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ЗАИМСТВОВАНИЯ ФЕДЕРАЛЬНОГО И ПРОВИНЦИАЛЬНЫХ ПРАВИТЕЛЬСТВ КАНАДЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ 10

1.1. Финансовое положение правительства Каналы п динамика федерального долга 11

1.2. Долговая политика федерального правительства 16

1.3. Долговая политика провинции 42

ГЛАВА 2. ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ КАНАДЫ 59

2.1. Особенности структуры вторичного рынка правительственных ценных бумаг 59

2.2. Ликвидность рынка цепных бумаг правительства Канады 73

2.3. Динамика доходности долговых ценных бумаг в Канаде 99

ГЛАВА 3. РЕГУЛИРОВАНИЕ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В КАНАДЕ 109

3.1.. Особенности канадской модели регулирования рынка ценных бумаг.

3.2. Преимущества и недостатки системы регулирования рынка ценных бумаг Канады 124

3.3. Практика регулирования рынка долговых пенных бумаг 140

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 156

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ 167

ПРИЛОЖЕНИЕ

**Введение к работе**

Актуальность исследования. За последние два десятилетия на мировых рынках ценных бумаг произошли фундаментальные изменения, связанные с ростом размеров и значения этих рынков, углублением процессов финансовой интеграции, внедрением новых технологий, появлением сложных финансовых продуктов, обострением конкуренции. Рынок ценных бумаг играет ключевую роль в обеспечении перетока сбережений в инвестиции. В Канаде, как и в ряде других развитых стран (США, Великобритания, Австралия), рынок ценных бумаг традиционно используется как один из основных источников финансирования экономики.

Канада входит в группу семи ведущих стран с развитой рыночной экономикой и относится к числу лидеров по уровню жизни населения1. С конца 1990-х гг. Канаде удалось занять лидирующее положение по показателям устойчивости финансовой системы и экономики в целом. Канада - единственная страна Группы семи, центральное правительство которой постоянно имело бюджетный профицит в периоде 1997 по 2005 г.

Как и в других развитых странах, рынки ценных бумаг и рынок долговых инструментов, в частности, играют важную роль в экономике Канады. Хотя традиционное банковское кредитование по-прежнему остается важным элементом финансовой системы Канады, значение рынка ценных бумаг все время возрастает. Рынок государственных ценных бумаг Канады представляет собой важнейший сегмент рынка долговых инструментов страны. Являясь наиболее надежными финансовыми инструментами, правительственные ценные бумаги2 служат ориентиром для других рынков капитала.

В сентябре 2005 г. на ценные бумаги, выпущенные всеми уровнями власти Канады приходилось 579,8 млрд. долл. США или 73,2% внутреннего рынка долговых

1 ВВП Канады в расчете на душу населения в 2005 г, составлял 34,4 тыс. долл. США (в Великобритании - 36,4  
тыс., США - 42 тыс., Франции - 33,9 тыс. долл. США), Среднегодовой прирост реального ВВП Канады на  
душу населения в 1997-2005 гг. составлял 2,5% (в США - 2,2%, в странах зоны евро - 1,7%). Уровень  
безработицы в Канаде снизился с 9,2% в 1997 г. до 6,8% в 2005 г. (для сравнения-в 2005 г. в США он составил  
5,2%, а в странах зоны евро - 8,7%). Источник: *World Economic Outlook II*IMF. September 2005. - Pp. 209,210.//

*2*Термины "правительственные ценные бумаги", "долговые инструменты правительства", "суверенные ценные  
бумаги" обозначают ценные бумаги, эмитируемые центральными правительствами стран, и используются в  
данной работе как синонимы.

ценных бумаг. Непогашенный объем ценных бумаг правительства Канады, формирующих федеральный рыночный долг, в конце 2004-2005 фин. г. составил 429,8 млрд. кан. долл4. Подавляющая часть (96%) рыночного долга приходится на обязательства, выраженные в канадских долларах.

В конце 1990-х - начале 2000-х гг. как на рынке государственных ценных бумаг, так и в целом на рынке долговых инструментов Канады происходили значительные изменения. Они связаны, прежде всего, с оздоровлением государственных финансов Канады, сокращением государственного долга и, следовательно, со снижением потребностей федерального правительства в заемных средствах. В этих условиях особенно актуальной становится проблема поддержания ликвидности и обеспечения эффективного функционирования рынка правительственных ценных бумаг.

Вопросы управления долгом, достижения высокого уровня ликвидности и эффективности рьшка государственных ценных бумаг с учетом позитивного опыта других страи, и, в частности Канады, актуальны для России. В 2005 г. структура государственного долга РФ значительно изменилась: за 2005 г. внутренний долг правительства России увеличился на 10% и составил 30 млрд. долл. США5, а внешний долг уменьшился на 27% (с 95,7 до 70,1 млрд. долл. США)6. Подобные изменения объясняются курсом правительства на выравнивание соотношения внутренней и внешней составляющих государственного долга. В настоящее время оно составляет примерно 30:70, к 2008 г. планируется достижение соотношения - 43:57, а в более отдаленной перспективе — 50:50, с последующей оптимизацией структуры государственного долга.7

Поскольку финансовая система Канады является одной из самых стабильных в мире, изучение опыта и политики государствешплх органов Канады на рынке долговых инструментов в период сбалансированности бюджета представляет интерес

3 *BIS Quarterly Review. -*March 2006. - P. A96 *II*hltp://

" *Debt Management Report 2004-2005II*Department orFinancc Canada. - P. 56. *II*

5 *Государственный внутренний долг Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах.*Министерство финансов РФ, // htlp;//

6 *Внешний долг Российской Федерации в 2005 г.*Банк России. //

7 Чумаченко А. Государственный внутренний долг РФ и государственные внутренние заимствования // Рынок  
ценных бумаг. -2005. -№ 16.-С.63.

с точки зрения осуществления преобразований на рынке ценных бумаг России, а также его регулирования со стороны государства.

На современном рынке ценных бумаг России ощущается недостаток высоколиквидных и надежных финансовых инструментов. Рыночный риск, характерный для российского финансового рынка, остается высоким. Весьма остро стоит вопрос о конкурентоспособности рынка, о мерах по привлечению долгосрочных инвестиций и предотвращению перемещения торговой активности за рубеж. Население и его сбережения пока фактически отделены от рынка ценных бумаг. Важной проблемой является обеспечение честности и справедливости ценообразования на российском рынке, необходима реальная защита инвесторов от нарушений и злоупотреблений на рынке ценных бумаг.

Рынок государственных ценных бумаг выступает в роли наиболее ликвидного и надежного сегмента финансового рынка. Суверенные ценные бумаги служат ориеіггиром для ценообразования других долговых инструментов, выступают как средство страхования рисков различными субъектами экономической деятельности, а также являются инструментом осуществления денежно-кредитной политики центральными банками.

Государственные ценные бумаги могут использоваться в качестве средства привлечения сбережений населения для финансирования приоритетных для государства инвестиционных проектов, в частности, проектов по совершенствованию инфраструктуры национальной экономики. Экономика России остро нуждается в крупных инвестициях. Уровень износа основных фондов промышленности очень высок. Согласно Основным положениям энергетической стратегии России на период до 2020 г., инвестиционные потребности только газовой отрасли составят 180 млрд. долл. США, а электроэнергетики - 130-160 млрд. долл. США . Как показывает мировой опыт, основным средством финансирования государственных инвестиций в инфраструктуру является выпуск рыночных, торгуемых ценных бумаг.

Рынок региональных займов также играет важную роль в управлении экономическими процессами. Активное участие штатов, провинций, муниципалитетов на рынке ценных бумаг в таких странах как США, Канада, Япония

8 Подробнее см.: Алехин Б.И„ Захаров А.В, «Золотое правило» финансов - займы для инвестиций // Известия, - 2002. - 6 декабря. - С. 8,

отражает растушую роль региональных правительств в осуществлении государственных инвестиционных проектов и решении задач социально-экономического развития. Наметившийся в последние годы рост российского рынка субфедеральных займов свидетельствует о повышении его роли в макроэкономических процессах, а также о перспективах развития данного сегмента национального фондового рынка. Организация эффективной системы заимствования региональных и местных органов власти в России приобретает особую актуальность в настоящее время1 .

В связи с вышесказанным, большое значение имеет всестороннее изучение практики долгового финансирования государственных расходов как на центральном, так и на региональном уровне в странах с развитой рыночной экономикой. В особенности это касается таких стран как Канада, обладающих длительным опытом развития и совершенствования федеративных отношений.

**Степень научной разработанности проблемы.**Вопросы развития современного рынка государственных ценных бумаг Канады наиболее полно разработаны канадскими исследователями. Можно выделить две основные группы работ по данной проблематике. Во-первых, это аналитические работы, статьи и доклады, посвященные актуальным вопросам развития финансовых рынков Канады. Во-вторых, это периодические отчеты, обзоры Министерства финансов Канады, Банка Канады, Комиссий по ценным бумагам провинций Канады, Ассоциации инвестиционных дилеров Канады.

Среди зарубежных публикаций особо следует выделить исследования Т. Гравеля, Ч. Гаа, Э. Браниона, С. Андерсон, Ф. Вулдриджа, Дж. Стрика. Представляют интерес публикации таких авторов как Ш. Кеннеди, Н. Харви, К. Клинтон, Л. Зори, В. Тракле и др.

Среди трудов российских экономистов, посвященных функционированию мировых рынков ценных бумаг, следует отметить работы Алексеева М.Ю., Данилова

9 В российской экономической литературе ценные бумаги субъектов Российской Федерации называются субфедеральными. Муниципальные ценные бумаги - инструменты, выпускаемые органами местного самоуправления. По сложившейся терминологии в американской экономической литературе и в других странах ценные бумаги нецентральных органов власти всех уровней имеют общее название - муниципальные ценные бумаги. См. Рубцов Б,Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М; Экзамен, 2002. - С. 87.

1 Подробно о развитии российского рынка субфедеральных и муниципальных облигаций см.: Краен А.О. и др. Рынок долговых ценных бумаг.-М.: Экзамен, 2002. - С. 256-263; 311-322.

Ю.А., Краева А.О., Конькова И.Н., Малеева П.Ю., Миркина Я.М., Рубцова Б.Б. и др. Проблемы финансовой системы и финансовых рынков Канады подняты в работах Алехина Б.И., Баграмова Л.А., Дмитриева С.С., Лыковой Л.Н., Немовой Л.А., Хорошилова Е.Е. и др.

В то же время в российской экономической литературе отсутствует комплексное исследование проблем развития рынка государственных ценных бумаг Канады - практики управления рыночным долгом правительства, особенностей функционирования и развития вторичного рынка государственных ценных бумаг, системы регулирования рынка ценных бумаг. Проблема представляется особенно актуальной в связи с рядом серьезных изменений, произошедших в этой сфере в 1990-х - начале 2000-х гт.

Цель работы - комплексный анализ современного состояния и тенденций развития рынка государственных ценных бумаг Канады, исследование современных стратегий государственных заимствований, выявление особенностей функционирования рынка правительственных ценных бумаг.

Для достижения этой цели были поставлены следующие задачи:

1. исследовать современную политику федерального правительства Канады и правительств провинций в области государственных заимствовали на рынке ценных бумаг;
2. проанализировать особенности функционирования и развития вторичного рынка ценных бумаг правительства Канады, провести сравнительный анализ уровней ликвидности и доходности рынков государственных ценных бумаг Канады и других развитых стран;
3. выявить особенности системы регулирования рынка ценных бумаг Канады, раскрыть ее преимущества и недостатки;
4. определить возможности использования в России канадского опыта управления государственным долгом, эмиссии государственных ценных бумаг с целью развития и совершенствования российского рынка ценных бумаг.

Хронологические рамки исследования - 1990-е годы - начало XXI в. Выбор хронологических рамок исследования обусловлен значительными изменениями, произошедшими в сфере управления государственным долгом в этот

период, тенденциями развития вторичного рынка государственных ценных бумаг, реформированием системы регулирования канадского рынка ценных бумаг.

Объектом исследования является рынок государственных ценных бумаг Канады. Предмет исследования - тенденции развития рынка государственных ценных бумаг Канады, принципы и практика управления долгом на федеральном уровне и в провинциях, канадская система регулирования рынка ценных бумаг.

Методологической основой диссертации послужили исследования российских и зарубежных экономистов, посвященные проблемам развития рынков долговых инструментов, государственных заимствований на рынках капитала, регулирования рынка ценных бумаг.

Источниками статистической информации для диссертационной работы послужили публикации Министерства финансов Канады, Банка Канады, Министерства финансов провинции Британская Колумбия, Министерства финансов провинции Онтарио, Статистического агентства Канады, Ассоциации инвестиционных дилеров Канады, Федеральной резервной системы США, Международного валютного фонда, Банка международных расчетов и др.

Научная новизна работы состоит в том, что в диссертации впервые в российской экономической литературе проведен комплексный анализ проблем рынка государственных ценных бумаг Канады, тенденций его развития и особенностей функционирования в конце XX - начале XXI вв., в том числе:

исследована современная долговая политика федерального правительства Канады и правительств провинций, направленная на совершенствование эмиссии ценных бумаг, минимизацию расходов на обслуживание долга, расширение спектра долговых инструментов, эффективное управление рисками, поддержание и повышение уровня ликвидности рынка ценных бумаг;

проанализированы особенности функционирования вторичного рынка государственных цепных бумаг, его структура и динамика развития, проведен сравнительный анализ уровней ликвидности и доходности рынков суверенных ценных бумаг Канады и других развитых стран, исследованы факторы, влияющие на динамику уровня ликвидности рынка долговых инструментов правительства Канады;

\* раскрыты особенности канадской модели регулирования рынка ценных бумаг,  
выявлены преимущества децентрализованной системы регулирования и  
основные проблемы, стоящие перед регулирующими органами, рассмотрены  
инициативы по рационализации структуры регулирования рынка ценных бумаг  
Канады;

разработаны практические рекомендации по возможному использованию в  
России канадского опыта в области управления долгом, эмиссии  
государственных ценных бумаг в целях повышения уровня ликвидности рынка,  
обеспечения прозрачности и привлечения широкого круга инвесторов на  
российский рынок ценных бумаг.

Практическая значимость работы. Результаты исследования способствуют пониманию процессов, происходящих на рынке ценных бумаг и в финансовом секторе Канады - одной из ведущих стран с развитой рыночной экономикой, добившейся на рубеже веков больших успехов в деле оздоровления государственных финансов, развития финансовых рынков.

Анализ и обобщение опыта Канады в вопросах развития рынка государственных ценных бумаг, а также сделанные автором выводы могут быть использованы при разработке или внесении изменений в политику государственных заимствований на рынке ценных бумаг, стратегий управления рыночным долгом в России. В диссертации исследована практика эмиссии и обращения суверенных долговых инструментов Канады, некоторые аспекты которой могут быть реализованы в России с целью снижения затрат, связанных с долговым финансированием, и повышения уровня ликвидности рынка ценных бумаг правительства России. Кроме того, отдельные аспекты опыта провинций Канады в области привлечения долговых финансовых средств могут быть использованы в Российской Федерации на региональном уровне.

Апробация работы. Основные положения работы изложены в публикациях автора, докладывались на научных конференциях, организованных Российским обществом изучения Канады 27-28 февраля 2003 г. и 19 мая 2004 г. в Москве (на базе Института США и Канады РАН), Днях науки МГИМО в 2002-2005 гг., IX-XI Дашковских чтениях. Положения и выводы диссертации используются в процессе преподавания дисциплин «Международные валютно-кредитные отношения»,

«Фондовые и валютные биржи», «Национальные финансовые рынки» в Московском государственном институте международных отношений (Университете) МИД России. Структура диссертации. Цели и задачи, поставленные в диссертационном исследовании, определили структуру работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, приложения, списка использованной литературы.

## Финансовое положение правительства Каналы п динамика федерального долга

Высокие показатели государственного долга в развитых странах являются характерной особенностью последних десятилетий XX века. К концу 1970-х - началу 1980-х гг. в ведущих развитых странах возникли серьезные проблемы с финансированием масштабных экономических и социальных программ. Рост расходов на государственные социальные программы в сочетании с замедлением темпов хозяйственного развития привели к хроническим бюджетным дефицитам и росту государственного долга.

В начале 2000-х гг. появился ряд фундаментальных работ российских экономистов, посвященных исследованию теоретических проблем взаимовлияния государственного долга и национальной экономики, вопросам управления государственным долгом в современных условиях. В этих исследованиях не утверждается об однозначно негативном или позитивном влиянии государственных заимствований на экономику. Акцент перенесен на изучение целесообразности их осуществления в определенные периоды с целью воздействия на характер развития и темпы роста экономики, на обеспечение эффективной политики управления долгом.

Современная мировая практика показывает, что чем выше темпы экономического роста и ниже реальные процентные ставки, тем больше возможностей использования государством займов для финансирования своих расходов, повышения эффективности заимствований и оптимизации политики управления долгом. Исходя из этого, страны с развитыми финансовыми рынками, включая Канаду, стремятся следовать политике долгосрочного увязывания темпов роста долга с темпами роста экономики с учетом увеличения емкости мирового финансового рынка3.

Расширение социально-экономических функций государства в Канаде во второй половине XX века отразилось в неуклонном повышении доли совокупных государственных расходов по отношению к ВВП. Если в 1950 г. этот показатель составлял 21,3%, то к 1970 г. он поднялся до 37,6%, а к 1990 г. достиг 48,3%. С конца

3 Подробнее см.: Данилой Ю.А. Рынки государственного долга: Мировые тенденции и российская практика. М: ГУВШЭ, 2002. - С. 48-51. 1980-х гг. эта доля продолжала расти по причине нарастания бюджетных дефицитов и увеличения выплат по накопленной задолженности. При высокой инфляции доля средств, отвлекаемых на обслуживание государственного долга, быстро росла, сужая возможности правительства финансировать социальные программы. Таким образом, в Канаде, как и в других ведущих индустриально развитых странах, обострились противоречия между сформировавшейся системой государственного регулирования и быстро меняющимися условиями экономического и социального развития. Рост государственных расходов, наблюдавшийся на протяжении длительного периода, привел к ухудшению состояния государственных финансов. К 1985 г. у федерального правительства Канады накопилась задолженность в размере более 200 млрд. долл. (около 24% ВВП). Через десять лет совокупная задолженность всех уровней власти превысила 100% ВВП4.

С середины 1970-х гг., в течение примерно двух десятилетий расходы правительственных органов Канады превышали доходы как на федеральном уровне, так и в большинстве провинций. В результате хронических бюджетных дефицитов постоянно увеличивался коэффициент государственного долга к ВВП.

В 1993 г. показатели финансового положения канадского правительства были одними из худших среди ведущих индустриально развитых стран: показатель дефицита федерального бюджета по отношению к ВВП вырос с 4,1% в 1990 г. до 7,1 в 1992-1993 гг., что было в два раза выше среднего уровня по странам Группы семи.5

До середины 1990-х годов размер государственного долга Канады неуклонно увеличивался. Если в Ї974 г. показатель отношения федерального долга к ВВП составлял 18%, то в 1995-1996 финансовом году данный показатель достиг 68,4%.6

Продолжающийся рост государственного долга стал причиной повышения рисковых премий по облигациям правительства Канады, что, в свою очередь, привело к росту издержек на обслуживание долга. Таким образом, правительство Канады столкнулось с эффектом «долговой спирали», когда рост процентных выплат по долгу усугубляет бюджетный дефицит, что, в результате, выражается в дальнейшем увеличении задолженности. Острым вопросом стала сама возможность долгосрочного обслуживания такого крупного долга. Кроме того, частных сбережений стало не хватать для финансирования и частных производственных инвестиций, и хронических бюджетных дефицитов.

В первой половине 1990-х гг. стала очевидной важность восстановления эффективной системы государственных финансов как на федеральном, так и на провинциальном уровне. Снижение кредитного рейтинга канадских долговых инструментов агентствами Moody s и Standard & Poor s7 также оказывало давление на правительство. Правительству было необходимо изменить свою бюджетно-налоговую политику и сократить затраты на финансирование долга.

Поскольку предыдущие попытки правительства сократить отношение долга к ВВП, предпринятые во второй половине 1980-х гг., оказались неудачными, бюджетно-налоговая политика Канады была «переосмыслена» как на федеральном, так и на провинциальном уровне. По словам министра финансов Канады того времени Пола Мартина, «важнейший вклад, который могут внести денежно-кредитные власти в экономический рост - это обеспечение низких и стабильных темпов инфляции. Балансирование бюджета и сокращение государственного долга не являются самоцелью, а лишь обеспечивают условия для достижения главной цели -экономического роста» .

## Особенности структуры вторичного рынка правительственных ценных бумаг

Структура вторичного рынка ценных бумаг Правительства Канады имеет много общего с рынком ценных бумаг Казначейства США. В обеих странах торги проходят на внебиржевом рынке с участием конкурирующих между собой дилеров. На канадском и американском рынках правительственных долговых инструментов функционируют системы первичных дилеров, участвующих в аукционах на первичном рынке. Дилеры осуществляют торговые операции и на вторичном рынке правительственных ценных бумаг. Масштабы операций и капитализация первичных дилеров в США и Канаде существенно различаются.

Сравнительная характеристика вторичных рынков правительственных ценных бумаг Канады и США приведены в Таблице 2.1. В первом столбце представлены общие элементы, а во втором и третьем столбцах выделены некоторые различия.

Общие черты Особенности Канады Особенности США

Внебиржевой рынок с участием множествадилеров, основанный на котировках (quote-driven); клиенты связываются с дилерами, чтобы узнать котировки и заключить сделки; дилеры торгуют на клиентском или междилерском рынке Ценные бумаги также проходят процедуру листинга на NYSE, но объемы торгов правительственными ценными бумагами на данной бирже незначительны

На первичных дилеров приходится большая часть торгового оборота. Немногим более 50% торгов, осуществляемых первичными дилерами, приходится на клиентов 20 первичных дилеров3; примерно 170 инвестиционных дилеров; 5 междилерских брокеров (IDBs) 23 первичных дилера; 1700 брокеров/дилеров; 6 междилерских брокеров

Торговля между дилерами осуществляется либо напрямую, либо через конфцденциалыгую ("blind" - "вслепую") систему междилерских брокеров; Ведется торговля на рынке репо, а также проводится торговля стрипами Одинаковые системы клиринга и записей насчетах Срок проведения расчетов: Т+2 для краткосрочных облигаций; Т+3 для облигаций с более длинным сроком погашения Срок проведения расчетов; Т+1

В 2003 г. данный показатель достиг 95%. Национальные дилеры по ценным бумагам доминируют в предоставлении услуг на канадском рынке инструментов с фиксированной доходностью. В течение 1990-х годов и в первые годы текущего десятилетия канадские дилеры занимали среднюю рыночную долю, равную 90% сделок (минимальный показатель 87% был зарегистрирован в 1994 г., а максимальный - 97% в 2001 г.). На лидирующего дилера обычно приходится около 25% сделок9, В 2002 г. наибольшую долю на рынке (более 25%) имел банк RBC (Royal Bank of Canada), второе место занимал банк TD (The Toronto-Dominion Bank), на третьем месте расположился банк Scotia. Иностранное участие на рынке остается минимальным. При этом американская компания Merrill Lynch является лидером среди иностранных дилеров на канадском рынке. Рыночная доля национальных дилеров в сделках в национальной валюте в Великобритании и Австралии значительно ниже и составляет приблизительно 40% и 54% соответственно. В свою очередь, уровень концентрации рынка в руках национальных дилеров в США и Швеции довольно высок и достигает 80-90% .

## Особенности канадской модели регулирования рынка ценных бумаг.

Современная система регулирования рынка ценных бумаг, характерная для многих стран мира, включая Россию, сложилась в 1930-е годы в США. Именно тогда она приобрела двухуровневый характер. Первый уровень - это органы государственного регулирования. Второй уровень - саморегулируемые организации профессиональных участников рынка2.

Система регулирования фондового рынка Канады также имеет два уровня: регулирование со стороны государства осуществляется провинциальными комиссиями по ценным бумагам, а второй уровень представлен саморегулируемыми организациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, к числу которых в Канаде относятся в первую очередь Ассоциация инвестициотшых дилеров (IDA) и фондовые биржи.

Система государственного регулирования рынка ценных бумаг Канады отражает специфику канадского федерализма, который характеризуется широкими полномочиями провинциальных правительств в области государствен! гых финансов. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в Канаде децентрализовано и осуществляется по географическому принципу. Юридической основой функционирования фондового рынка являются законы провинций Канады о ценных бумагах. Каждая провинция имеет свой закон, а контролируют исполнение этих законов провинциальные комиссии.

Нормативная база фондового рынка Канады предусматривает для регулирующих органов выполнение следующих основных фуігкций: регистрация профессиональных участников рынка и обеспечение раскрытия информации об эмитенте и его ценных бумагах. В крупных провинциях действуют комиссии по ценным бумагам, в остальных - администраторы по ценным бумагам3.

Крупнейшие регуляторы располагают довольно значительным профессиональным штатом, разрабатывают и утверждают правила, формулируют политику. Регулирующие органы других провинций насчитывают небольшое число сотрудников и выполняют только часть этих функций.

Хотя провинциальные законы о цегшых бумагах основаны на схожих целях и принципах, они неодинаковы. Существуют различия как в самом законодательстве, так и в области контроля за его соблюдением. Правила, которые со временем заменили некоторые нормы законодательства, различаются.

Основные принципы и положения канадских законов о ценных бумагах. Основополагающим принципом канадских законов о ценных бумагах является предоставление инвесторам полной, правдивой и ясной информации о ценных бумагах.

Появление специальных законов связано с неспособностью некодифицировашюго гражданского права защитить держателей ценных бумаг. Хотя полностью исключить злоупотребления эмитентов, брокеров, а также других участников рынка невозможно, специальные законы нацелены на защиту инвесторов от финансовых убытков, причиняемых по злому умыслу или некомпетентности.

Каждый проспект эмиссии ценных бумаг в Канаде начинается с официального предостережения: "Проспект представляет собой публичное предложение ценных бумаг только в тех юрисдикциях, где они могут быть законно предложены к продаже лицами, имеющими разрешение на продажу. Никакая комиссия по ценным бумагам или аналогичный орган в Канаде никоим образом не судит о достоинствах ценных бумаг, и любое обратное утверждение на этот счет является преступлением".4 Подобное предостережение открывает и каждый американский проспект.

Законы учитывают и то обстоятельство, что одни инвесторы нуждаются в проспекте эмиссии как в средстве защиты меньше, чем другие. Институциональные инвесторы, обычно пользующиеся услугами профессиональных инвестиционных менеджеров, могут защитить себя сами и не нуждаются в дополнительной защите. Поэтому законы разрешают эмитентам продавать ценные бумаги институциональным инвесторам без проспекта .

До середины 1970-х гг. в законах Канады, также как и в законах США, делался акцент на защите инвесторов, покупающих ценные бумаги нового выпуска. Признавая важігую роль вторичного рынка, законодатели включили в последующие редакции положения о периодическом раскрытии информации компаниями, ценные бумаги которых публично размещены и торгуются. В Канаде эмитенты (компании, публично выпускающие и размещающие ценные бумаги и обязанные периодически отчитываться) предоставляют провинциальным комиссиям по ценным бумагам годовые и промежуточные финансовые сводки, составленные по предложенной комиссиями форме.