Сырбу Александр Сергеевич. Государственное регулирование фондового рынка Российской Федерации : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Сырбу Александр Сергеевич; [Место защиты: Иван. гос. хим.-технол. ун-т].- Иваново, 2008.- 187 с.: ил. РГБ ОД, 61 08-8/782

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА 10

1.1. Фондовый рынок: основные понятия, участники, механизм функционирования 10

1.2. Виды ценных бумаг как объекты государственного регулирования 24

1.3. Сущность государственного регулирования фондового рынка в системе макроэкономического регулирования 38

1.4. Зарубежный опыт государственного регулирования фондового рынка 51

ГЛАВА 2. АНАЛИЗ ОПЫТА ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ 59

2.1. Анализ современного состояния фондового рынка России 59

2.2. Закономерности развития государственного регулирования фондового рынка 75

2.3. Нормативно - правовая база регулирования российского фондового рынка 89

2.4. Государственные структуры фондового рынка России как основные его регуляторы 104

ГЛАВА 3. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИИ 120

3.1. Модель организации государственного регулирования фондового рынка России 120

3.2. Рискориентированный подход к организации государственного регулирования фондового рынка России 137

Заключение 154

Список литературы 160

Приложения 175

**Введение к работе**

***Актуальность темы.***Фондовый рынок, являясь важным элементом финансового рынка, обеспечивает распределение денежных средств между участниками экономических отношений и мобилизует их в целях экономического роста страны. В условиях реформирования экономики определяющая роль в данном процессе принадлежит государственному регулированию рынка ценных бумаг. Государство при этом выступает в качестве системообразующего фактора. Учитывая особенности национальной экономики на данном этапе развития, государство создает нормативно-правовую базу, единую для всех профессиональных участников, и определяет стратегию развития фондового рынка. Однако современное состояние фондового рынка позволяет констатировать, что он в недостаточной мере выполняет свои функции по привлечению инвестиций для развития экономики. Российский фондовый рынок характеризуется, во-первых, низкой эффективностью существующего механизма его государственного регулирования; во-вторых, недоверием потенциальных отечественных инвесторов к фондовому рынку и его инструментам; в-третьих, наличием «белых пятен» в нормативно-правовой базе, устанавливающей ответственность за правонарушения на фондовом рынке.

Исследование инструментов государственного регулирования дает нам основания отнести фондовый рынок России к развивающимся фондовым рынкам. Следует отметить, что влияние государства на развивающиеся рынки значительно выше, чем на развитых рынках, поскольку здесь больше регулятивная нагрузка, выше влияние перспективной и текущей макроэкономической политики. В нашей стране необходимость государственного регулирования фондового рынка усиливается в связи с тем, что, во-первых, фондовый рынок находится еще в процессе формирования, и, во-вторых, процесс его развития происходит в условиях реформирования.

Развивающийся рынок должен пройти определенный путь структурных преобразований в процессе создания эффективного регулятивного механиз-

ма. И в этой связи регулирование государством работы фондового рынка представляется неизбежным и объективно востребованным состоянием развития как самого рынка, так и всей экономики России. Изменения внутренней и внешней сред, в которых функционирует государство, и при неблагоприятном воздействии которых возникают риски, требуют постоянной модернизации организационных структур управления, способов и инструментов воздействия на фондовый рынок. Все это вызывает необходимость специальных научных исследований проблем государственного регулирования фондового рынка.

Таким образом, актуальность данного диссертационного исследования обусловлена: во-первых, значимостью для современной российской экономики вопросов государственного регулирования фондового рынка; во-вторых, отсутствием комплексного исследования теоретических основ государственного регулирования фондового рынка; в-третьих, неразработанностью практических вопросов функционирования механизма государственного регулирования фондового рынка.

*Степень разработанности темы.*Библиография по проблемам совершенствования государственного регулирования фондового рынка включает работы многих отечественных и зарубежных авторов.

С точки зрения развития фондового рынка большую значимость имеют работы таких авторов, как Я. М. Миркина, Б.И. Алехина, А.А. Суэтина, А.О. Шабалина, М.Ю. Маковецкого, Т.Б. Бердниковой, В.В. Булатова, Е.Ф. Жукова и др. Исследования этих ученых позволили сделать серьезный шаг в разработке теоретических и практических основ развития фондового рынка России.

Теоретические основы государственного регулирования фондового рынка затронуты у таких авторов как В. В. Булатов, М.Н. Кузьмина, Е. В. Агапеева, В.А. Белов, P.P. Дохиной, Н. А. Петрухина, Е. Зенькович. Методология государственного регулирования фондового рынка рассматриваются руководителями и сотрудниками Федеральной службы по финансовым рын-

кам: О. В. Выогиным, В. Ю. Стрельцовым, С.К. Харламовым. Однако аспекты механизма государственного регулирования, направленного на обеспечение устойчивости и развитие экономических отношений между инвесторами и заемщиками, практически не раскрыты. К тому же зарубежная практика напрямую не может быть механически перенесена к условиям России.

Актуальность и многогранность стоящих перед органами власти проблем по модернизации системы государственного регулирования фондового рынка и недостаточная их разработанность в нашей литературе предопределили выбор темы научного исследования, его цели и задачи.

*Целью диссертационного исследования*является научное обоснование и разработка направлений совершенствования государственного регулирования российского фондового рынка для обеспечения устойчивого развития экономических отношений между субъектами фондового рынка:

Достижение поставленной цели осуществляется путем рассмотрения ряда логически взаимосвязанных *задач,*последовательно раскрывающих тему данной работы:

уточнение понятийного аппарата теории фондового рынка;

раскрытие экономической сущности государственного регулирования фондового рынка в системе макроэкономического регулирования;

определение этапов развития государственного регулирования фондового рынка России;

анализ институционального аспекта государственного регулирования российского фондового рынка;

выявление особенностей нормативно-правовой базы регулирования российского фондового рынка;

разработка мер по совершенствованию государственного регулирования в целях обеспечения устойчивости и развития экономических отношений между субъектами фондового рынка.

*Объект исследования —*взаимосвязи и взаимозависимости, возникающие при воздействии государства на фондовый рынок.

*Предмет исследования*- процесе государственного регулирования фондового рынка Российской Федерации.

*Методологическая и теоретическая база диссертационной работы.*Методологической основой исследования явились принципы диалектической логики, постулирующие, что прежние исследования не отрицаются, а учитываются и творчески переосмысливаются. Теоретической базой исследования послужили фундаментальные труды российских и зарубежных ученых в области государственного регулирования фондового рынка. При обработке и систематизации информации применялись экономический анализ, синтез, методы научного наблюдения, сравнения, классификации и обобщения.

*Информационная база исследования:*

Федеральные законы и нормативные документы Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) и Министерства финансов РФ;

труды отечественных и зарубежных авторов по вопросам государственного регулирования фондового рынка;

сайты аналитических обзоров фондового рынка России в сети «Internet».

*Научная новизна*работы заключается в разработке комплекса теоретических и методических положений по совершенствованию механизма государственного регулирования российского фондового рынка, а именно:

выделены этапы развития государственного регулирования российского фондового рынка, устанавливающие закономерности развития и необходимые рекомендации по его совершенствованию;

сформулировано понятие государственного регулирования фондового рынка как процесса целенаправленного государственного воздействия на экономические отношения между участниками фондового рынка и несущего в себе целевую характеристику;

разработана новая модель государственного регулирования фондового рынка в Российской Федерации, раскрывающая информационные и управляющие потоки между его регуляторами и участниками;

определены каналы возникновения рисков в процессе государственного регулирования фондового рынка России, а так же выявлены и обоснованы рискообразующие факторы, влияющие на возникновение рисков;

разработана и предложена к внедрению рискориентированная превентивная система регулирования фондового рынка, позволяющая прогнозировать потенциальные риски фондового рынка в будущем.

*Теоретическая значимость исследования*заключается в том, что основные теоретические положения и выводы, содержащиеся в работе, дополняют теорию фондового рынка и государственного регулирования экономики в части вопросов, связанных с рискориентированной превентивной системой регулирования фондового рынка.

*Практическая значимость работы*состоит в целесообразности применения ее положений и выводов в деятельности Федеральной службы по финансовым рынкам. Практическую ценность имеют:

разработанная модель государственного регулирования фондового рынка, позволяющая проследить взаимосвязи между его регуляторами и профессиональными участниками в принятии управленческих решений;

оценка роли механизма рискориентированной превентивной системы регулирования фондового рынка, ориентированную на минимизацию рисков инвесторов.

Результаты диссертационного исследования также могут быть использованы в учебных и практических пособиях, при преподавании в высших экономических учебных заведениях, а также на курсах повышения квалификации работников органов государственного регулирования.

*Апробация работы.*По результатам диссертационного исследования опубликовано 7 работ общим объемом 3,05 печ. л.

*Структура и объем диссертации.*Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Основное содержание диссертации изложено на 175 страницах, в том числе 5 таблиц, 8 рисунков, кроме того, в работу включены 6 приложений. Список литературы содержит 194 источника.

Во *введении*отражены актуальность темы исследования, охарактеризована степень ее изученности, сформулированы цель и задачи работы, новизна и практическая значимость, определена методологическая основа.

*В первой главе «Теоретические основы государственного регулирования фондового рынка»*обосновывается значимость фондового рынка как объекта государственного регулирования экономики России. Рассматриваются виды ценных бумаг и особенности их функционирования в российской экономике. Формулируется и раскрывается категориальный аппарат государственного регулирования фондового рынка: понятие государственного регулирования фондового рынка, цель, задачи, функции и принципы государственного регулирования фондового рынка, определяются объекты, субъекты и инструментарий. Изучается зарубежный опыт государственного регулирования фондового рынка и возможность его перенесения в российскую практику.

*Вторая глава «Анализ опыта государственного регулирования фондового рынка в России»*посвящается анализу современного состояния фондового рынка России. Устанавливаются этапы развития государственного регулирования фондового рынка. Производится анализ нормативно - правовой базы регулирования российского фондового рынка. Определяется роль государственных структур фондового рынка России как основных его регуляторов.

*В третьей главе «Совершенствование государственного регулирования фондового рынка России»*приводятся практические рекомендации по совершенствованию механизма государственного регулирования российского фондового рынка в целях нивелирования рисков, присущих механизму го-

су дарственного регулирования и возникающих на фондовом рынке. Разработана модель механизма государственного регулирования фондового рынка России, определяющая взаимосвязи между его регуляторами и профессиональными участникам, демонстрирующая каналы информационных потоков и рисков. Предложен рискоориентированный подход к организации государственного регулирования фондового рынка России. Помимо этого, представлена матрица влияния рискообразующих факторов на возникновение рисков, присущих механизму государственного регулирования фондового рынка, и построена схема информационных потоков для оценки рискообразующих факторов.

В *заключении*формулируются основные выводы и обобщения по диссертации.

## Фондовый рынок: основные понятия, участники, механизм функционирования

Исследования проблем, связанных с механизмом функционирования рынка ценных бумаг, с помощью которых можно определить основные направления его регулирования, на наш взгляд, необходимо начать с рассмотрения ключевых, основополагающих понятий фондового рынка и, прежде всего, с определения «фондовый рынок».

В настоящее время нет единой точки зрения по поводу того, что именно считать фондовым рынком. В центре теоретических разногласий стоят две проблемы: 1) соотношение понятий «финансовый рынок» и «рынок ценных бумаг»; 2) идентичность понятий «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок».

Относительно структуры финансового рынка можно выделить две группы ученых.

Одна группа ученых [25, 27, 146, 165, 177] выделяет в составе финансового рынка два элемента — рынок банковских ссуд и рынок ценных бумаг. В итоге, кредитный рынок и рынок ценных бумаг — два ключевых канала, по которым сбережения переливаются в инвестиции:

Подобное деление финансового рынка на две части (рынок ценных бумаг и рынок банковских ссуд), очевидно, проистекает из деления капитала на основной и оборотный. Оборотный капитал должен обслуживаться банковскими ссудами (вследствие его быстрой оборачиваемости). Для обслуживания основного капитала обычно используют инструменты рынка ценных бумаг (наряду с долгосрочным кредитом). Кроме того, такого рода разделение финансового рынка не является бесспорным (составляющая «рынок банковских ссуд» не охватывает всех отношений, связанных с кредитом, обособленным от сегментов рынка ценных бумаг), но оно позволило подойти к определению рынка ценных бумаг как особого экономического института.

К этой же группе исследователей, по-видимому, можно отнести и коллективную работу по ценным бумагам [177], в которой «финансовый рынок» определен как совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т.е. распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики. По мнению авторского коллектива, финансовый рынок состоит из трех взаимосвязанных и дополняющих друг друга рынков: рынка находящихся в обращении наличных денег и выполняющих их функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.п.) — денежный рынок; рынка ссудного капитала — краткосрочных и долгосрочных (фондированных) банковских кредитов; рынка ценных бумаг (в особенности — акций и облигаций).

Логика другой группы ученых построена на мнениях зарубежных исследователей [68, 86, 116, 176].

## Анализ современного состояния фондового рынка России

Для принятия обоснованных решений перспективного характера в регулировании фондового рынка необходим анализ его современного состояния. В ходе анализа важно выявить сложившиеся тенденции на рынке ценных бумаг, определить наиболее значимые его характеристики, рассмотреть структуру и объем отельных рынков, после чего разрабатываются меры по совершенствованию фондового рынка, в частности государственного регулирования.

Анализ фондового рынка считаем целесообразным проводить в соответствии с классификацией рынка ценных бумаг (рис. 2) по каждой группе финансовых активов: акции, облигации, векселя и производные финансовые инструменты.

Но, для начала рассмотрим некоторые общие тенденции, присущие всем рынкам. За последние четверть века на мировом рынке ценных бумаг произошли значительные качественные изменения. Емкость рынков акций и облигаций намного превзошла объем мирового ВВП. Еще большим по масштабам, чем рынок акций и облигаций, стал рынок производных финансовых инструментов. В основе качественных изменений рынка ценных бумаг, по мнению автора работы [183], лежит процесс виртуализации. Под виртуализацией понимается нарушение обычных причинно-следственных связей и все более частое проявление индетерминистических явлений на рынке. Принцип индетерминизма стал активно исследоваться Дж. Соросом. Изучая факторы, влияющие на курсы ценных бумаг, он заметил, что на фондовом рынке все чаще встречаются явления самоподдерживающегося падения котировок ценных бумаг, которые по законам спроса и предложения должны были остановиться. Но этого не происходило. Рынок оказывался в такой ситуации, когда требовалось вмешательство государства, чтобы его стабилизировать. Принцип индетерминизма проявляется в следующих шести моментах: 1. связи между фондовым рынком и реальным сектором все более искажаются, а котировки ценных бумаг все менее связаны с хозяйственной деятельностью их эмитентов; 2. курсы ценных бумаг все в меньшей степени зависят от спроса и предложений на них; 3. рынок акций и облигаций по своей емкости значительно превышает объем мирового ВВП. Это является следствием неадекватного развития рынка ценных бумаг в последние годы; 4. все большую роль на фондовом рынке играют производные ценные бумаги, котировки которых не только не зависят от состояния реального сектора, но и все менее связаны с движением котировок первичных ценных бумаг; 5. одним из важнейших проявлений виртуализации фондового рынка является влияние на котировки ценных бумаг психологического фактора; 6. виртуализация фондового рынка проявляется также в большем использовании участниками рынка Интернета и тому подобных систем.

Для подтверждения этих явлений проведем анализ тенденций каждого сегмента российского рынка ценных бумаг.

## Модель организации государственного регулирования фондового рынка России

В настоящее время в мире существует большое количество теоретических моделей, которые в той или иной мере декларирует государственное регулирование экономики. Конкретный выбор той или иной модели для целей практического использования зависит от научных и методологических предпочтений, присущих тем или иным правительствам. Целью данного параграфа является описание современного механизма государственного регулирования российского фондового рынка и представление его в виде модели, на основе которой будут разработаны меры по его совершенствованию.

При этом под моделью будем понимать образ реального процесса (государственного регулирования) в материальной или идеальной форме, отражающий существенные свойства моделируемого процесса и замещающий его в ходе исследования и управления.1 Метод моделирования основывается на принципе аналогии, т.е. возможности изучения реального процесса не непосредственно, а через рассмотрение подобного ему и более доступного процесса, его модели.

Для достижения поставленной цели важным является формулировка сущности механизма государственного регулирования фондового рынка, который в настоящее время не определен в научной литературе. Для начала обратимся к определению что такое «механизм». В Толковом словаре русского языка под «механизмом» приводится следующее определение: «Механизм — это система, устройство, определяющие порядок какого-нибудь вида деятельности». Исследуя государственное регулирование фондового рынка как элемент макроэкономического регулирования, в параграфе 1.3. мы пришли к следующему понятию: «государственное регулирование фондового рынка -это целенаправленное воздействие государства на процессы аккумулирования и перераспределения средств при обращении ценных бумаг в целях обеспечения эффективного протекания этих процессов и развития связей между инвесторами и заемщиками в нужном обществу направлении».

Исходя из трактовки вышеуказанных определений под механизмом государственного регулирования фондового рынка мы будем рассматривать систему, включающую управляющие и информационные потоки, которые определяют порядок регулирования, с целью обеспечения нормальной и правильной работы рынка ценных бумаг.

Любая система характеризуется такими качествами, как целостность, сложность и непрерывное развитие. Все это относится и к механизму государственного регулирования фондового рынка.

Целостность заключается в том, что все составные части системы выступают как части или элементы, служащие одной цели, стоящей перед государственным регулированием рынка ценных бумаг. Формулировка цели государственного регулирования фондового рынка вытекает из определения «государственного регулирования» и сформулирована нами еще в первой главе.