**Гафурова Гульнара Талгатовна. Государственное регулирование рынка ценных бумаг России в современных условиях : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.01 / Гафурова Гульнара Талгатовна; [Место защиты: Чуваш. гос. ун-т им. И.Н. Ульянова].- Казань, 2010.- 165 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/1948**

**Государственное регулирование рынка ценных бумаг России современных условиях**

**Специальность 08.00.01 Экономическая теория**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук

**Научный руководитель д.э.н., профессор Мальгин В.А.**

**Казань — 2010**

**Содержание**

[Введение 3](#bookmark1)

1. Теоретико-методологические вопросы государственного регулирования рынка ценных бумаг 10
   1. Рынок ценных бумаг как объект государственного регулирования 10
   2. Методы и формы государственного регулирования рынка ценных бумаг.. 29
   3. [Оценка эффективности государственного регулирования рынка ценных бумаг 52](#bookmark29)
2. [Совершенствование государственного регулирования рынка ценных бумаг в современных условиях 76](#bookmark0)
   1. [Институциональные основы повышения эффективности государственного регулирования рынка ценных бумаг 76](#bookmark31)
   2. Пути реформирования государственного регулирования рынка ценных бумаг в условиях экономического кризиса 92
   3. Развитие саморегулируемых организаций и повышение их роли в

регулировании рынка ценных бумаг 112

[Заключение 136](#bookmark34)

Список литературы 144

Приложения 163

**з**

**Введение**

**Актуальность темы исследования.** Современная история российского рынка ценных бумаг характеризует новый этап в его государственном регулировании. Высокоорганизованный и защищенный рынок ценных бумаг во многом определяет возможности национальной экономики в удовлетворении инвестиционных потребностей, в формировании эффективного механизма трансформации сбережений населения в инвестиции. Ключевая роль в реализации этих возможностей отводится государственному регулированию рынка ценных бумаг.

Государственное регулирование с момента формирования современного рынка ценных бумаг характеризовалось рядом серьезных проблем, связанных с тяжелой регулятивной инфраструктурой, перегруженностью подзаконными актами, а также излишним вниманием к участникам рынка ценных бумаг и практически полным отсутствием такового к проблеме обеспечения прозрачности и надежности рынка с точки зрения инвесторов. Отсутствие системного подхода к организации рынка ценных бумаг, созданию механизмов раскрытия информации, регулированию недобросовестных рыночных практик, а также либерализованный режим присутствия на российском рынке иностранных инвесторов привели к тому, что российский рынок ценных бумаг в настоящее время не выполняет своей инвестиционной функции и служит преимущественно объектом спекулятивных операций крупных компаний.

Ухудшение состояния фондового рынка, повышение его волатильности в условиях финансово-экономического кризиса свидетельствуют о необходимости пересмотра концепции либеральной экономики и сокращения государственного вмешательства в регулятивные процессы. В результате формирования кризиса на российском фондовом рынке стала очевидной необходимость не только усиления регулятивного воздействия государства на механизм его функционирования, но и потребность в кардинальной перестройке самой системы государственного регулирования рынка ценных

бумаг, формирования новых принципов и подходов к его организации.

Указанные положения подтверждают актуальность темы диссертационного исследования и определяют необходимость изучения современных проблем организации государственного регулирования рынка ценных бумаг как с точки зрения экономической теории, так и практических позиций.

**Степень разработанности проблемы.** Исследованием проблем современного рынка ценных бумаг и механизмов его функционирования в последние годы занимаются многие отечественные ученые и специалисты- практики. В то же время основное внимание уделяется преимущественно самому фондовому рынку, а проблемы государственного регулирования, как правило, практически не исследуются.

Отдельные вопросы функционирования рынка ценных бумаг и организации его государственного регулирования затрагивались и в трудах классиков политической экономии: А. Смита, К. Маркса, А. Маршалла, Р. Гильфердинга, Дж.М. Кейнса, А Пигу, Г. Марковица, Р. Брейли, Р. Тьюлза, С. Майерса, и др. Однако в их работах комплексное исследование рынка ценных бумаг и его государственного регулирования также отсутствует, а рассматриваются лишь отдельные аспекты функционирования фондового рынка.

Изучению отдельных вопросов инвестиционной роли рынка ценных бумаг посвящены труды ведущих российских экономистов: JI. Абалкина, А. Абрамова, А.С. Бараховского, В.В. Булатова, Л.П. Куракова, М.Ю. Маковецкого, В.А. Мальгина, М.П. Посталюка, B.C. Торкановского, А. Радыгина, Ю. Данилова, А.Л. Витина, Н. Петракова, А.Н. Шохина, Г.Е. Яковлева и др.

Наиболее существенный вклад в изучение вопросов роли государства на рынке ценных бумаг внесли труды Е. Авакяна, С.А. Банина, В.В Глущенко, ГТ.М. Панскова, Я.М. Миркина, B.C. Плескачевского, А. Рота, Б.Б. Рубцова, М.Г. Янукяна и некоторых других. Кроме того, особо следует выделить работы

В. Артюшенко, П.В. Дубоноса, Е. Зенькович, О Осипенко, А. Саватюгина и некоторых других экономистов, занимавшихся исследованием роли саморегулирования в системе регулирования рынка ценных бумаг.

В то же время большинство трудов характеризуются односторонним подходом к освещению проблемы государственного регулирования и затрагивают, преимущественно вопросы организационного механизма функционирования государственного регулятора. При этом, учитывая молодость российского фондового рынка, очевидным становится недостаток фундаментальных исследований относительно государственного регулирования на рынке ценных бумаг и проблем эффективной его организации. Поэтому первые серьезные исследования в области рынка ценных бумаг в российской науке появились только 1995-1996 гг., а относительно вопросов его государственного регулирования - после кризиса 1998 года.

Несмотря на определенный интерес к проблемам организации государственного регулирования рынка ценных бумаг, говорить о формировании в России эффективной модели такого регулирования преждевременно, поскольку ряд актуальных проблем остается нерешенным. В частности, не сформирована адекватная современным потребностям правовая база защиты интересов инвесторов на фондовом рынке, отсутствует эффективный механизм трансформации сбережений населения в инвестиционные ресурсы фондового рынка, а также не определены возможности построения системы взаимодействия регуляторов на российском рынке ценных бумаг.

**Цель и задачи исследования.** Цель диссертационной работы заключается в определении основных направлений реформирования системы государственного регулирования рынка ценных бумаг, способствующих созданию условий для повышения его инвестиционного потенциала.

Для достижения данной цели в работе решаются следующие задачи:

- систематизировать теоретические представления, о сущностных характеристиках государственного регулирования рынка ценных бумаг;

* рассмотреть формы и методы государственного регулирования рынка ценных бумаг;
* оценить эффективность современного фондового рынка России и его государственного регулирования;
* выявить институциональные характеристики регулирования фондового рынка России и возможности их качественного изменения;
* разработать конкретные предложения по совершенствованию основных направлений в системе государственного регулирования рынка ценных бумаг.
* смоделировать механизм взаимодействия государства и саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг.

**Объектом исследования** является рынок ценных бумаг как сфера государственного регулирования экономики.

**Предметом исследования** являются экономические отношения, возникающие в процессе государственного регулирования рынка ценных бумаг в современных условиях.

**Методологическая и теоретическая основа исследования.** Теоретической основой исследования являются фундаментальные положения экономической теории, а также прикладные исследования, определяющие ключевые тенденции развития фондового рынка России, влияющие на возможность установления эффективной и адекватной системы форм и методов государственного регулирования рынка ценных бумаг. Изучение институциональных основ государственного регулирования на рынке ценных бумаг позволяет определить факторы, оказывающие как позитивное, так и ограничивающее воздействие на развитие фондового рынка и его государственное регулирование.

Эмпирической базой исследования являются данные Федеральной службы государственной статистики, федеральных органов государственной власти и управления, нормативно-правовые акты в области государственного регулирования рынка ценных бумаг, а также данные, содержащиеся в периодической печати, в работах ведущих российских и зарубежных

экономистов;' данные российских фондовых бирж и статистические материалы, размещенные на тематических сайтах всемирной сети Интернет.

Диссертационная работа опирается на диалектический и общенаучные методы исследования, такие как: анализ, синтез, метод аналогий,

гипотетический, исторический методы, а также обобщение, сравнение, измерение и моделирование. В числе методов экономического анализа были использованы метод группировки, вертикальный и горизонтальный анализ, индексный и графический методы.

**Научная новизна результатов исследования** заключается в следующем:

* Уточнено понятие государственного регулирования рынка ценных бумаг как системы экономических, правовых и организационных мер, осуществляемых уполномоченными государственными органами, а также саморегулируемыми организациями рынка ценных бумаг, направленных на формирование эффективного рынка путем установления определенных правил и стандартов осуществления операций, обязательных для всех его участников и контроля за их выполнением, основанных на принципах разграничения полномочий и приоритета государственного воздействия. -
* Выявлены и проанализированы основные показатели эффективности фондового рынка России (численность участников фондового рынка; показатели работы институтов коллективного инвестирования; капитализация фондового рынка; концентрация компаний по уровню капитализации активов; уровень акций, находящихся в свободном обращении; годовой оборот капитала на рынке ценных бумаг и др.). Дана оценка влияния мер государственного регулирования на достижение российским рынком ценных бумаг эффективного состояния.
* Предложен механизм государственного регулирования, направленный на снижение спекулятивного характера российского рынка ценных бумаг через систему налоговых льгот, повышения нормы процента по маржинальным операциям.
* Разработана и теоретически обоснована система мер, направленных на совершенствование институциональных характеристик государственного регулирования на рынке ценных бумаг России. Доказана необходимость смены регулирования по институциональному принципу на регулирование по функциональному принципу. Обоснована необходимость институциональных преобразований в механизме нормотворчества в связи с чрезмерной ролью неформальных институтов в регулировании фондового рынка России. .
* Предложена система защиты интересов частных инвесторов при приобретении ценных бумаг, размещаемых на первичном рынке, путем законодательного закрепления права конвертации принадлежащих им **акций** в специальные нерыночные облигации той же компании. Конвертация **акций** и выпуск соответствующих облигаций должны проводиться в, том случае, если стоимость акций с момента их первичного размещения не поднималась выше цены размещения.
* Обоснована необходимость сокращения- доли государства в **публичных** компаниях до уровня блокирующего пакета акций с целью повышения капитализации российского рынка ценных бумаг и повышения ответственности эмитентов перед частными инвесторами. '
* Сформулирована теоретическая модель взаимодействия государства и

саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг,' определяемая в

!

зависимости от уровня развития фондового рынка и стратегических задач его функционирования. Определены возможности повышения эффективности взаимодействия саморегулируемых организаций в-России с государственным регулятором фондового рынка (передача СРО функций сбора и обработки информации и отчетности своих членов с условием назначения куратора, предоставление права СРО выступать самим инициаторами проекта закрепление права инвесторов обжаловать действия и решения органов СРО, нарушающих их интересы, и др.).

**Теоретическая и, практическая значимость работы.** Теоретическое значение диссертационного исследования заключается в разработке системы понятий, целей и задач, а также форм и методов государственного

регулирования рынка ценных бумаг. Ряд теоретических положений, выдвинутых автором в исследовании, разработанная модель взаимодействия государства и саморегулируемых организаций, а также материалы диссертационного исследования могут быть использованы при разработке учебных программ для таких учебных курсов как «Экономическая теория», «Макроэкономика», «Рынок ценных бумаг», «Экономика общественного сектора», «Национальная экономика». Практические результаты исследования и выдвинутые предложения могут быть использованы органами государственной власти и управления для реформирования механизма государственного регулирования фондового рынка.

**Апробация работы.** Основные выводы и положения диссертационного исследования представлялись на международных, всероссийских, межвузов­ских научно-практических и научных конференциях в период с 2006 по 2009 год, проходивших в г. Москве, Казани, Набережных Челнах и Альметьевске.

По теме диссертационного исследования опубликовано одиннадцать работ.

**Структура диссертационной работы** логически обоснована, определяется целью и задачами исследования. Работа состоит из введения, двух глав, включающих шесть параграфов, заключения, списка литературы, состоящего из 216 источников и двух приложений.

Для решения этой задачи считаем целесообразным проведение следующих реформ на рынке ценных бумаг.

1/Представляется необходимым введение жестких ограничений в режим присутствия иностранных инвесторов на российском фондовом рынке. Необходимо отказаться о практики либерализации счета капитала для снижения вероятности возникновения новых кризисов на фондовом рынке. Сокращение числа спекулятивных операций нерезидентов на российском фондовом рынке может быть реализовано через регрессивную ставку налога на прибыль, уплачиваемого с доходов, полученных от операций на российском рынке ценных бумаг иностранными инвесторами, установлению в прямой зависимости от времени владения пакетом ценных бумаг. Также необходимо установить предельный уровень маржи на уровне 1:1, то есть не менее 50% от стоимости сделки иностранный инвестор должен обеспечивать «живыми» деньгами.

1. Для защиты интересов инвесторов, принимающих участие в первичном размещении акций, необходимым является разработка механизма, предусматривающего право конвертации принадлежащих им акций в специальные нерыночные облигации той же компании в том случае, если стоимость акций с момента их первичного размещения не поднималась выше цены размещения в течение трех лет. Введение такого механизма позволит гарантировать инвестиционные вложения физических лиц на рынке ценных бумаг, стимулировать средне- и долгосрочные вложения капитала населением, так как его сохранность указанный механизм гарантирует только по истечении трех лет владения акциями, расширить возможности публичных компаний по привлечению долгосрочных инвестиций, а также компенсировать убытки, понесенные акционерами, рыночными методами.
2. Также мы считаем необходимым сократить долю государственного сектора в крупных публичных компаниях, акции которых пользуются устойчивым спросом на рынке ценных бумаг, до минимально возможного уровня. Наиболее оптимальной будет доля государства в публичных компаниях на уровне не более блокирующего пакета акций - 25%. Владение блокирующим пакетом акций позволит: 1) государству сохранить контроль над компанией; 2) увеличить объем акций, находящихся в обращении; 3) увеличить рыночную капитализацию; 4) предъявить со стороны новых акционеров более жесткие требования к формированию дивидендной политики компании, определить более справедливую величину ренты на вложенный капитал.

Исследование развития саморегулируемых в России и в мире позволило выявить некоторые закономерности в соотношении их деятельности с государственным регулированием рынка ценных бумаг. Опираясь на эти закономерности, нами сформулирована модель взаимодействия государства и саморегулируемых организаций, учитывающая, в первую очередь, уровень развития фондового рынка и стадию экономического цикла развития страны в

целом.

Данная модель не теряет актуальности и в условиях экономического кризиса, свидетельствующего о несостоятельности саморегулируемых организаций в кризисных условиях, а также подтвердившего необходимость активного государственного воздействия на фондовый рынок. Предоставление чрезмерной свободы рынку может способствовать ущемлению интересов инвесторов. Поэтому нецелесообразными являются такие меры как передача СРО функций по аттестации и лицензированию, введение обязательного членства, а также передача финансирования государственного регулятора самим участникам рынка.

В тоже время саморегулирование, рассматриваемое как дополнение к государственному, на фондовом рынке целесообразно в связи с тем, что наличие таких организаций позволяет более эффективно согласовывать действия регулятора с участниками рынка, а также передавать СРО незначительные, избыточные функции государства. Для дальнейшего совершенствования деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка необходимо:

* предусмотреть формы ответственности СРО перед инвесторами, закрепить на законодательном уровне право инвесторов обжаловать действия и решения органов СРО, нарушающих их интересы.
* предоставить право саморегулируемым организациям выступать самим инициаторами законопроектов, поскольку именно профессионалам рынка в первую очередь становятся понятными «пробелы» и недоработки в законодательстве.
* ужесточить требования к формированию уставного капитала и правил регистрации саморегулируемых организаций для исключения возможности создания «карманных» СРО для крупного бизнеса.
* передать функции по разработке правил и стандартов деятельности на фондовом рынке целиком саморегулируемым организациям с установлением обязанности СРО их согласования с государственным регулятором.

Список литературы

I. Нормативно-правовые акты:

1. Федеральный закон от 27 декабря 2005 №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства РФ. - 1996. -№1.-Ст.1.
2. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-Ф3 «О рынке ценных бумаг» (с изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства РФ. — 1996. — №17. - Ст.1918.
3. Федеральный закон от 7 мая 1998 г. №75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (с изменениями и дополнениями) // **Собрание** законодательства РФ. — 1998. - №19. - Ст.2071.
4. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (с изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства РФ. — 1999. - №10. - Ст. 1163.
5. Федеральный закон от 21 ноября 2001 г. №156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» (с изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства РФ. -
6. -№49.-Ст.4562.
7. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. №86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» (с изменениями и дополнениями) // Собрание законодательства РФ. - 2002. - №28. - Ст.2790.
8. Федеральный закон от 24 июля 2002 г. №111-ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой **пенсии** в Российской Федерации» (с изменениями и дополнениями) // **Собрание** законодательства РФ. - 2002. - №30. - Ст.3028;
9. Постановление Правительства РФ от 30.06.2003 №379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов активов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 федерального закона «Об инвестировании средств для

финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» и статьей 36.15 федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах» // Собрание законодательства РФ. — 2003. — №27 (ч.2). — Ст.2804.

1. Федеральный закон от 1 декабря 2007 г. №315 «О саморегулируемых организациях» // Российская газета. Федеральный выпуск. — 2007. - №4536.
2. Федеральный закон от 28 апреля 2009 г. №74-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и статью 5 Федерального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // Российская газета. Федеральный выпуск. - 2009. - №4902.
3. Указ Президента РФ от 16 июля 1997 г. №730 «О государственной комиссии по защите прав инвесторов на финансовом и фондовом рынках России» (в ред. от25.11.2003) // Собрание законодательства РФ. — 1997. - №29. - Ст.3519.
4. Постановление Правительства РФ от 30 июня 2004 г. №317 «Об утверждении Положения о федеральной службе по финансовым рынкам» (в ред. от 10.03.2007) // Собрание законодательства РФ. - 2004. - №27. — Ст.2780.
5. Постановление Правительства РФ от 14 июля 2006 №432 «О лицензировании отдельных видов деятельности на финансовых рынках» (вместе с «Положением о лицензировании деятельности инвестиционных фондов», «Положением о лицензировании деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами», «Положением о лицензировании деятельности специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов», «Положением о лицензировании деятельности негосударственных пенсионных фондов по пенсионному обеспечению и пенсионному страхованию») // Собрание законодательства РФ. - 2006. - №30. - Ст.3397.
6. Постановление Правительства РФ от 1 февраля 2007 г. №63 «Об утверждении Правил размещения средств пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов и контроля за. их размещением» // Российская газета. - 2007. - №4288.
7. Постановление ФКЦБ России от 3 июня 1998 г. №22 «Об усилении роли саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг Российской Федерации» // Вестник ФКЦБ. — 1998. - №6.
8. Приказ ФСФР от 15 марта 2005 г. №05-3/пз-н Об утверждении порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг // Российская газета. - 2005. - №92.
9. Приказ ФСФР РФ от 20.04.2005 № 05-16/пз-н «Об утверждении порядка проведения проверок организаций, осуществление контроля и надзора за которыми возложено на Федеральную службу по финансовым рынкам» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. - 2005 -№23.
10. Приказ Минфина РФ от 08.08.2005 №100н «Об утверждении правил размещения страховщиками средств страховых резервов» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. — 2005. - №36.
11. Приказ ФСФР РФ от 30.03.2006 № 06-34/пз-н «О регламенте Федеральной службы по финансовым рынкам» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. - 2006 - №21.
12. Приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 № 07-4/пз-н «Об утверждении стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. - 2007. - №25.
13. Приказ ФСФР от 24.04.2007 №07-50/пз-н «Об утверждении нормативов достаточности средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов» // Бюллетень нормативных актов федеральных органов исполнительной власти. - 2007.-№23.