Петрухина Наталья Александровна. Государственное регулирование фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Казань, 2004 168 c. РГБ ОД, 61:05-8/646

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава І.Фондовьій рынок как объект государственного регулирования

1.1 Роль фондового рынка в развитии экономики 11

1.2 Сущность государственного регулирования фондового рынка . 24

Глава 2. Система регулирования фондового рынка

2.1 Основные направления государственного регулирования фондового рынка в России 37

2.2 Саморегулирование в системе регулирования фондового рынка 54

Глава 3. Перспективы совершенствования государственного регулирования фондового рынка России

3.1 Анализ современного состояния фондового рынка России 69

3.2 Тенденции развития государственного регулирования фондового рынка 98

3.3 Использование возможностей зарубежного опыта государственного регулирования фондового рынка в российской практике 132

Заключение 145

Список литературы 153

Приложения

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Фондовый рынок, являясь одной из составляющих современной рыночной экономики, имеет возможности мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, развития научно-технического прогресса, активизации инновационной деятельности. Становление фондового рынка в России идет через преодоление потерь экономического и социально-политического характера. Отечественный и зарубежный опыт развития фондового рынка подтверждают необходимость его государственного регулирования.

На сегодняшний день в основном сформированы экономические,'правовые, и организационно-управленческие основы фондового рынка, создана его инфраструктура. Тем не менее, фондовый рынок в недостаточной мере выполняет свои функции по привлечению инвестиций для развития экономики. Российский фондовый рынок характеризуется, во-первых, неустойчивой эффективностью существующего механизма его государственного регулирования и саморегулирования; во вторых, недоверием потенциальных отечественных инвесторов к фондовому рынку и его инструментам; в-третьих, недостаточным развитием нормативно-правовой базы, устанавливающей ответственность за правонарушения на фондовом рынке.

Комплексное исследование инструментов государственного регулирования и саморегулирования во взаимосвязи и взаимодействии дает основания отнести фондовый рынок России к формирующимся фондовым 'рынкам. Следует отметить, что влияние государства на формирующиеся рынки значительно выше, чем на развитых рынках, поскольку здесь больше регулятивная нагрузка, выше влияние перспективной и текущей макроэкономической политики. Развитие формирующихся рынков во многом зависит от экономической, политической и социальной стабильности общества. В Российской Федерации необходимость государственного регулирования фондового рынка усиливается в связи с тем, что, во-первых, фондовый рьшок находится еще в процессе становления, и, во-вторых, процесс его становления происходит в сложнейших условиях административной реформы государства. Формирующийся рынок должен пройти определенный путь глубоких структурных преобразований в процессе создания

j\* эффективной регулятивной системы. И в этой связи регулирование

государством механизма работы фондового рынка представляется неизбежным и объективно востребованным состоянием развития как самого рынка, так и всей экономики России.

Познание законов и тенденций функционирования фондового рынка позволит выяснить, в какой плоскости развития механизмов регулирования фондового рынка достижение экономической эффективности страны наиболее вероятно.

\* Сочетание изменчивости и устойчивости политики экономического

развития - одно из самых необходимых требований к государственному регулированию фондового рынка Оптимальность этого сочетания зависит от значительного числа факторов конкретных условий развития страны. Изменение экономической среды, в которой функционирует государство, требует 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 взаимосвязи и взаимодействия государственного регулирования и саморегулирования на фондовом рынке; в-третьих, неразработанностью практических вопросов функционирования механизма государственного регулирования фондового рынка.

**Степень разработанности проблемы.**Вопросы, связанные с исследованием теоретических основ государственного регулирования фондового рынка в научной литературе исследованы недостаточно.

К настоящему времени в отечественной науке существует ряд исследований

^ государственного регулирования фондового рынка и экономики в целом. Среди

этих исследований можно выделить работы Л.Абалкина, М.Алексеева, А.Басова,

**5**ВГаланова, В.Колесникова, Г.Коробовой, Ю.Коробова, В.Кушлина, В.Кириченко, Ю.Сизова, В.Торкановского. В основном эти исследования были посвящены изучению фондового рынка на макроуровне. Изучению фондовых рынков через систему микропоказателей посвящены работы Б.Рубцова, С.Глазьева, СКоваленко, Я.Миркина, М.Туган-Барановского, АФоломьева, Ю.Яковец. Вызывает интерес исследования регионального фондового рынка А.Аюповым.

Изучение работ зарубежных ученых: Г.Александера, Р.Барра, П.Баренбойма, С.Брю, Б.Борна, Дж.Бейли, ЛГитмана, М.Джонка, Дж.Кейнса, ИКумара, Р .Левина, Дж.Милля, КМакконнелла, АМаршалла, АРота., АСмита, Ф.Хайека, ДжДецекоса, У.Шарпа и других предопределили необходимость систематизации существующих представлений о роли фондового рынка в экономике.

В то же время, несмотря на широкий спектр представленных авторов, проблемы, связанные с государственным регулированием и саморегулированием фондового рынка изучены недостаточно. Среди них - проблемы сущности и особенностей государственного регулирования российского фондового рынка; взаимосвязи государственного регулирования и саморегулирования; тенденций развития государственного регулирования фондового рынка

Актуальность и недостаточная научная разработанность обозначенных проблем, их научно-практическая значимость обусловили выбор темы, цель и задачи диссертационного исследования.

**Целью диссертационного**является исследование системы государственного регулирования и саморегулирования фондового рынка, их взаимосвязи и взаимодействия, и определение перспектив ее совершенствования.

**Задачи исследования.**Для реализации поставленной цели потребовалось решить следующие задачи, определившие логику диссертационного исследования и его структуру:

раскрыть роль фондового рынка в развитии экономики;

обосновать объективную необходимость государственного регулирования фондового рынка;

^ - определить основные направления государственного регулирования

фондового рынка в России;

выявить и раскрыть место саморегулирования в системе регулирования фондового рынка;

проанализировать современное состояние фондового рынка России

выявить и раскрыть тенденции развития государственного регулирования фондового рынка.

*%>***Объектом диссертационного исследования**являются взаимосвязи и

взаимозависимости, возникающие в процессе регулирования фондового рынка, объективные закономерности формирования системы государственного регулирования на макро- и микроуровне.

**Предметом исследования**являются экономические отношения, складывающиеся в процессе становления системы регулирования фондового рынка между государством и различными хозяйствующими субъектами.

**Методологической основой исследования**явились положения диалектической логики и системного подхода. В работе использовались такие общенаучные методы и приемы, как научная абстракция, моделирование, анализ и синтез, методы группировки и сравнения.

**Теоретическую базу**диссертации составили законодательные и нормативные акты Российской Федерации, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг, фундаментальные монографические работы, диссертационные исследования, экономическая периодика («Рынок ценных бумаг», «Вопросы экономики», «Коммерсантъ», «Российский экономический журнал», «Финансы», «Финансовая газета», «Экономика и жизнь», региональная пресса).

**Информационной базой работы**послужили законодательные и нормативные  
акты Российской Федерации и Республики Татарстан, инструктивные 'материалы  
Правительства РФ, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг РФ, а также  
материалы статистического управления РФ и РТ, Федеральной комиссии по рынку  
^ ценных бумаг РФ и ее региональных отделений, Федеральной службы по финансовым

рынкам, вторичная информация из периодической печати, информационные

**7**материалы научно-практических конференций и семинаров, данные официальных сайтов профессиональных участников фондового рынка

**Научная новизна исследования**заключается в разработке теоретических, методических и практических основ государственного регулирования фондового рынка.

Конкретные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

дано авторское определение сущности государственного регулирования фондового рынка как системы экономических и административно-правовых отношений, возникающих между участниками фондового рынка и государством в процессе их взаимодействия;

определены принципы государственного регулирования фондового рынка: подконтрольность деятельности субъектов фондового рынка уполномоченным государственным органам; защита прав инвесторов; поддержание справедливой конкуренции; разумный протекционизм по отношению к отечественным участникам рынка; разграничение сфер контроля и ответственности между государством и участниками рынка;

раскрыта роль фондового рынка в развитии экономики через выполнение им своих общерыночных и специфических функций: миссионной, коммерческой, ценообразующей, информационной, контрольной, перераспределительной, аккумулирующей, управленческой, страховой (хеджирующей), инвестиционной.

систематизированы модели государственного регулирования фондового рынка по различным классификационным признакам: в зависимости от наличия или отсутствия специализированного государственного регулятора (децентрализованное, централизованное и смешанное регулирование); по критерию «степень жесткости» (формализованное и либеральное регулирование); в зависимости от наличия или отсутствия признанных негосударственных институтов, осуществляющих саморегулирование (модели с минимальным и максимальным участием саморегулируемых организаций); в

**8**зависимости от степени участия субъектов федерации в процессе государственного регулирования (модели с минимальным и максимальным участием субъектов федерации в процессе регулирования);

доказана объективная необходимость создания мегарегулятора на  
российском фондовом рынке, обусловленная следующими причинами:  
перекрестным предложением финансовых продуктов разными институтами;  
секьюритизацией; универсализацией финансовых институтов; созданием

4 финансовых конгломератов; экономией издержек при осуществлении

регулирующей и надзорной деятельности; удобством для поднадзорных организаций; масштабами регулируемых операций и рынков; неразвитостью сети финансовых организаций;

систематизирована структура саморегулируемых организаций на фондовом рынке России по следующим классификационным признакам: продуктовому; функциональному; закрепленности за рынком; по степени признания государством;

обоснованы перспективы совершенствования государственного регулирования фондового рынка России и Республики Татарстан: снижение излишних регулятивных и трансакционных издержек государственного регулирования; реструктуризация профессиональных участников фондового

*1*рынка путем поощрения, укрупнения и слияния брокерско-дилерских

компаний, торговых систем, учетных институтов; преодоление асимметрий российского фондового рынка (временной, объемной и конкурентной); привлечение индивидуальных инвесторов; развитие рынка облигаций с использованием целевой направленности в соответствии с инвестиционной политикой региона и страны в целом.

**Теоретическая и практическая значимость**диссертации определяется тем, что содержащиеся в ней рекомендации способствуют активизации инвестиционной деятельности посредством совершенствования механизма государственного

ф регулирования фондового рынка Российской Федерации.

м К теоретическим результатам работы следует отнести вклад автора в

**9**разработку проблем государственного регулирования фондового рынка: обоснование концепции применения мегарегулятора на российской фондовом рынке; определение направлений совершенствования системы государственного регулирования фондового рынка на макроуровне через создание мегарегулятора, на микроуровне - через усиление роли саморегулируемых организаций на фондовом рынке; доказано наличие синергетического эффекта от взаимодействия мегарегулятора и саморегулируемых организаций как необходимого условия

% эффективного развития системы государственного регулирования фондового

рынка.

Основные идеи диссертации, ее выводы и рекомендации формулируются с учетом возможностей их практической реализации в процессе проведения мероприятий по реализации государственной политики по развитию фондового рынка, при разработке нормативно-методических материалов для создания правовых условий развития государственного регулирования фондового рынка. Закономерным итогом такого подхода является возможность оптимизации различных форм взаимодействия между Правительством Российской федерации, в том числе и регионов, и субъектами фондового рынка, а также адаптации возможностей использования зарубежного опыта государственного регулирования фондового рынка в российской практике.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения и результаты диссертационного исследования докладывались и обсуждались на научно-практических конференциях республиканского, регионального и всероссийского уровнях, а также на международных научно-практических конференциях (международная научно-практическая конференция «Образование, занятость, стратегия и тактика (UNITWIN)», Казань, 2002г.; международная научная конференция «Проблемы развития финансово-экономических отношений на современном этапе», ННовгород, 2003г.; международная научно-методическая конференция «Проблемы и практика функционирования рынка ценных бумаг», Орел, 2003г.; международная научно-

*ж*практическая конференция «Социально-экономические и морально-правовые проблемы

формирования управленческого персонала в условиях управления рынка», Минск -

**10**2004г.). Наиболее существенные положения и результаты исследования опубликованы в 10 статьях общим объемом 3,04п.л.

Разработанные соискателем теоретико-методологические основы государственного регулирования и саморегулирования фондового рынка использовались для обучения студентов Академии управления «ТИСБИ» г.Казань. Результаты исследования апробировались при подготовке и чтении спецкурсов "Государственное регулирование рынка ценных бумаг", "Рынок ценных бумаг», «Инвестиции» для студентов дневного отделения экономического факультета в Академии управления «ТИСБИ».

Результаты диссертационного исследования прошли апробацию и приняты к внедрению в Академии управления «ТИСБИ», Региональном отделении Федфальной комиссии по рынку ценных бумаг в Республике Татарстан, закрытом акционерном обществе « Инвестиционная компания «ТатИнК».

**О&ьем и структура работы:**В работе 152 страницы компьютерного текста. Положения и выводы диссертации проиллюстрированы 15 таблицами и 12 рисунками. В работе 4 приложения. Список использованной литературы содержит 145 наименований.

**1.Фондовый рынок как объект государственного регулирования. 1.1 Роль фондового рынка в развитии экономики.**

В современной экономической литературе существует множество определений рынка ценных бумаг. Так, по мнению У.Ф.Шарпа, рынок ценных бумаг - это «механизм, содействующий обмену финансовыми активами путем сведения вместе покупателей и продавцов»[64, с.45]. В.А.Галанов и А.И.Басов характеризовали рынок ценных бумаг как «совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками»[51,с.203]. Гитман Л. Д. и Джонк М.Д. как «механизм, позволяющий заключать сделки между поставщиками и потребителями денежных средств»[20,с.452]. В финансово - кредитном словаре под редакцией А.Г.Грязновой, рынок ценных бумаг (securities market) определяется как совокупность отношений, возникающих при эмиссии и обращении ценных бумаг, создании и деятельности его профессиональных участников.[59, с.383]. На наш взгляд, более верно говорить о рынке ценных бумаг как о совокупности отношений между экономическими субъектами по поводу обмена финансовыми активами через механизм выпуска и обращения ценных бумаг с целью привлечения инвестиционных средств в реальный сектор экономики. Понятие «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» в контексте нашего исследования рассматриваются как тождественные.

Фондовый рынок бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов (рис. 1.2.1). Фондовый рынок является важнейшим инструментом централизации реальных капиталов. Именно здесь формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются финансовые ресурсы. Посредством механизма рынка ценных бумаг обеспечивается перелив капиталов. Это происходит как через перераспределение инвестиционных ресурсов в область с их дефицитом, так и в результате оттока инвестиционных ресурсов из отраслей, где имеет место их излишек. Доступ к дополнительным

инвестиционным ресурсам становится равнодоступным для всех производителей товаров и услуг.

В современной экономической литературе роль рынка ценных бумаг рассматривается в тесной взаимосвязи финансового и экономического р'азвития. Основными факторами экономического развития выступают движение денежной массы, рост и аккумуляция сбережений, регулирование и движение инвестиций. Важная роль в этом ряду принадлежит институциональной инфраструктуре.

Рынок ценных бумаг

Финансовый рынок

Рис. 1.2.1 Взаимосвязь сегментов финансового рынка. Развитие финансового рынка выступает одним из главных условий экономического развития общества. Для теоретического осмысления данного постулата проследим развитие экономической мысли в русле традиционных подходов: кенсианского и монетаристского, где произошло преодоление агрегированного подхода к определению финансовых обязательств, под которыми первоначально понимались только деньги. Движение долгосрочных финансовых инструментов не рассматривалось как компонент финансового рынка. Второе направление сформировалось как реакция на проблемы развивающихся стран, где

**13**классические подходы к оценке роли финансового сектора в экономическом развитии оказались недостаточными, а методы регулирования экономики по этим схемам в условиях несовершенного рынка капиталов оказались неэффективными.

Классическая теория значительное внимание уделяла движению процентной ставки как основному индикатору финансового рынка. Неоклассики рассматривали долгосрочные изменения процентной ставки под влиянием движения инвестиций и сбережений. Кенсианская теория предложила анализировать краткосрочные тенденции в движении процентной ставки на основе предпочтений ликвидности. Эта теория предлагала два основных канала ликвидности: деньги (включая банковские депозиты) как абсолютно ликвидные активы и облигации. Спрос на эти средства изменяется в зависимости от колебаний ставки процента: чем выше ставка, тем относительно ниже ее фиксированный процент по облигациям, и, следовательно, цена облигаций. В отличие от классиков, считавших иррациональным держать деньги, так как они приносят минимальную прибыль или не приносят вообще, кенсианцы считали это рациональным, ибо в условиях ожидания повышения ставки процента наблюдаются потери капитала, инвестированного в облигации.

Теория рациональных ожиданий вводит в круг исследований курсовые стоимости ценных бумаг и их взаимоотношения с процентной ставкой, так как практика показала, что деньги и рынок капитала наиболее эффективно "реагируют на потоки новой информации, которая, в свою очередь, влияет на процентную ставку и курсовые цены. Как и всякая теория, теория рациональных ожиданий рассматривает идеальный случай - совершенно конкурентный рынок, одинаковый доступ к информации для всех экономических агентов, незначительные информационные и трансакционные издержки. На практике могут наблюдаться противоположные процессы. То, что выгодно для крупных и хорошо отлаженных рынков, например правительственных облигаций или акций, прошедших процедуру листинга, может оказаться неприемлемым для мелких сегментов рынка вследствие значительных затрат на сбор информации, нерациональных" ожиданий на рискованных операциях.

**14**В условиях недостаточно развитого рынка капиталов, инфляционной спирали и неэффективной кредитной и фискальной политики государства традиционные монетаристские и кенсианские подходы не работали, и рядом экономистов были предприняты попытки разработки теорий финансового роста. Так, исследователи МакКиннон и Шоу разрабатывали противоположные теории финансового роста[143,с.ЗО]. В модели Шоу деньги нейтральны и рассматриваются только как средства платежа, в то время как у МакКиннона

% деньги играют, активную роль. Работая над противоположными теориями

исследователи пришли к одинаковым выводам. Увеличение ставки по депозитам способствует росту реальных денежных запасов, постепенно усложняет финансовую структуру, и может в результате способствовать экономическому росту, то есть росту внутреннего валового продукта на душу населения по причине улучшения качества инвестиций и роста сбережений, позволяющему увеличивать объемы инвестиций. Оттолкнувшись от ряда общих условий, выделенных ими на ' основе анализа развивающихся стран, МакКиннон и Шоу разработали теорию финансовой репрессии, финансовой либерализации и углубления финансовой институциональной структуры. Установление потолочной ставки процента, жесткого валютного курса, прямых тарифов и квот, финансирование приоритетных отраслей в сочетании с инфляцией подавляют экономическое развитие и экономический рост. Это, в свою очередь, делает сверхрискованными какие-либо действия в подобных условиях. Финансовая либерализация на первых порах дает ощутимые преимущества по сравнению с репрессией, стимулирует

\* рост сбережений через плавающую ставку процента. Но эта теория, как считают

сами создатели, не может считаться совершенной без развития структуры посредников и рынка ценных бумаг. Их роль сводится к двум основным функциям: эффективное распределение капитала и распределение риска ликвидности.

Выделение рынка ценных бумаг для самостоятельного теоретического анализа позволило на основе классических теорий роста разработать модифицированные модели экономического развития с учетом основополагающих

**15**функций рынка ценных бумаг. Росс Левин строит модель, которая связывает  
рынок ценных бумаг с ростом доходов на душу населения[144,с.233]. Согласно  
этой модели, агенты принимают решения, определяющие постоянный уровень  
экономического роста. Согласно модели финансовой структуры финансовые  
контракты возникают как результат или реакция на информационные и рисковые  
характеристики экономики. Риск ликвидности и производительности создают  
побудительные мотивы для формирования рынка ценных бумаг. Фондовый рынок  
ф влияет на экономический рост двумя способами. Первый включает эффективность

фирмы и зависит от внешних эффектов в производстве «человеческого» капитала. Рынок ценных бумаг увеличивает эффективность фирм, ограничивая или исключая преждевременный отток капитала из фирмы, что увеличивает темп роста дохода на душу населения. Второй способ влияния рынка ценных бумаг на экономический рост - увеличение доли ресурсов, предназначенных фирме. Увеличивая ликвидность инвестиций, сокращая производительный риск, совершенствуя эффективность деятельности предприятий, рынок ценных бумаг стимулирует таким образом поток инвестиций и экономический рост.

Взаимосвязь рынка ценных бумаг и экономического роста рассматривается и в рамках теории эволюционного развития. П.Кумар и Дж.Цецекос строят свою модель, отталкиваясь от теории стадий У.Ростоу. Основное концептуальное положение их теории состоит в том, что развитие финансового сектора является необходимым условием экономического роста[145,с.45]. Финансовый рынок

активизирует отношения между инвестированием, производственной

(к

активностью, экспортом, отбором технологий и институциональным развитием.

Согласно теории П.Кумара и ДЖ.Цецекоса, развитие финансового сектора в

целом, и рынка ценных бумаг, в частности, необходимо для продвижения

экономики на следующие стадии развития, одна из которых связана с развитием

ведущих отраслей экономики и ростом спроса на инвестиции. В этих условиях

появляется возможность улучшения положения финансовых посредников,

\* развивается рынок ценных бумаг для торговли инструментами экономических

субъектов. Следующая стадия предполагает резкое возрастание объемов сделок на

вторичном рынке ценных бумаг. Динамику движения рынка ценных бумаг задают финансовые инновации в виде производных финансовых инструментов. На наш взгляд, такой подход непродуктивен, так как важно не описание, а механизм достижения экономического развития с помощью рынка ценных бумаг, кроме того подвергаются сомнению положения о недостаточном развитии государственного регулирования, связанного с проблемой спроса на внутреннем рынке. На самом деле низкий инвестиционный спрос на инструменты рынка ценных бумаг в странах с транзитивной экономикой, связан прежде всего с политическим риском, что и определяет приоритеты в инвестировании.

По мнению Л.И.Шмыговой все теории по рассматриваемой проблеме имеют смысл в качестве основы для рекомендации в области государственной политики [133,с.63]. Анализ возможностей рынка ценных бумаг влиять на экономическое развитие ставит страны с переходной экономикой перед выбором: какую из теоретических моделей принять за основу: англо-американскую, отличительной чертой которой выступает значительный слой мелких акционеров и довольно жесткая система ограничений для выхода банков на рынок ценных бумаг, или немецко-японскую, где основными держателями акций являются банки или крупные инвестиционные фонды.

Эволюционная теория предлагает идеальную схему каналов воздействия рынка ценных бумаг на экономическое развитие, но на практике эти методы опосредованы общими экономическими условиями, степенью развития законодательной базы, информационной системы государства и другими факторами.

Рынок ценных бумаг занимает значительное место в странах с рыночной экономикой. Фондовый рынок, выступая гибким инструментом инвестирования свободных денежных средств, открывает возможность для развития научно-технического прогресса, инвестиционной деятельности, тем самым создает условия для обеспечения экономического роста.

Большинство индустриально развитых стран обязаны рынку ценных бумаг за значительные объемы привлеченных средств, необходимых при создании их

17 мощной промышленности. ЬСМаркс писал о том, что благодаря акционерным обществам стало возможным колоссальное расширение масштабов производства и возникновение предприятий, которые были невозможны для отдельного капитала [37,с.662 ].

Индустриализация приводит к потребности в масштабных уставных капиталах компаний. Однако, ограниченность индивидуальных капиталов и возможностей банковского кредита в стране тормозит ее. Разрешение данного противоречия, присущего индустриальному типу производства, требует развития рынка ценных бумаг.

Рынок ценных бумаг имеет ряд функций, которые условно можно разделить на две группы: общерыночные и специфические, отличающие его от других рынков (таблица 1.2.1).

Таблица 1.2.1

Функции фондового рынка

В структуре рынка ценных бумаг принято выделять две основные части: первичный рынок ценных бумаг и вторичный рынок ценных бумаг.

Первичный рынок ценных бумаг(ргітагу market) - это рынок первых и повторных эмиссий фондовых инструментов. На первичном рынке ценных бумаг осуществляется начальное размещение ценных бумаг среди инвесторов, происходит распределение свободных денежных средств по отраслям и сферам национальной экономики. Критерием этого размещения в условиях рыночной экономики служит доход, приносимый ценными бумагами. Первичный рынок выступает средством создания эффективной, с точки зрения рыночных критериев, структуры национальной экономики, поддерживает пропорциональность хозяйства при сложившемся в данный момент уровне прибыли по отдельным предприятиям и отраслям.

Первичный рынок ценных бумаг является естественным регулятором рыночной экойомики. Он в значительной степени определяет размеры накоплений и инвестиций в стране, служит стихийным средством поддержания пропорциональности в хозяйстве, отвечающей критерию максимизации прибыли, и таким образом определяет темпы, масштабы и эффективность национальной экономики. Первичный рынок предполагает размещение новых выпусков ценных бумаг эмитентами. При этом в качестве эмитецтов могут выступать корпорации, федеральное правительство, муниципалитеты. Значение этих эмитентов на рынке определяется состоянием экономики в стране и общим уровнем ее развития.

Эмиссия новых акций на современном этапе развития рынка ценных бумаг в развитых странах не всегда связана с мобилизацией свободных денежных

**19**средств для финансирования экономики. Это означает, что в развитых странах происходит не только уменьшение масштабов первичного рынка ценных бумаг, но и параллельно идет снижение его роли как регулятора инвестиций и экономики в целом.

Объем первичного рынка в развитых капиталистических странах в настоящее время незначителен. Выпуск акций с целью финансирования инвестиций в производственную деятельность связан с учреждением новых компаний и реорганизацией частных компаний в отраслях «высокой технологии», использующих рисковый или венчурный капитал. При этом источник венчурного капитала - средства институциональных и индивидуальных инвесторов, имеющих крупные активы. Для большинства мелких фирм, тысячами возникающих в традиционных отраслях экономики, реальных возможностей достичь размеров, позволяющих выпускать акции, не существует.

Вторичный рынок ценных бумаг (secondary market) не преследует цели получения новых денежных средств для эмитентов. Вторичный рынок несет в себе элемент спекуляции путем постоянного перераспределения собственности. Миграция капитала осуществляется в виде перелива его к местам необходимого приложения и оттока капитала из тех отраслей, где имеется его излишек. Таким образом, вторичный рынок в отличие от первичного не влияет на размеры инвестиций и ' накоплений в стране. Он обеспечивает лишь постоянное перераспределение уже аккумулированных через первичный рынок денежных средств между различными субъектами хозяйственной жизни.

В некоторых странах, (например США), соотношение между собственным и заёмным капиталом устанавливается законом. Однако, независимо от наличия закона, в каждой стране имеется чёткое представление о предельных размерах заёмных средств. Переход за эту грань сопряжён со значительным риском для компании в целом и её акционеров. В этой ситуации корпорация регулирует структуру своего капитала путём эмиссии новых акций, замещая ими свои долговые обязательства.

Кроме необходимости снижения доли заемного капитала в совокупном  
капитале корпораций причиной выпуска акций в развитых странах в настоящее  
время является финансирование поглощений. Поглощения осуществляются в  
форме обмена акций поглощаемых компаний на акции поглощающих.  
Поглощающие компании активно выходят на первичный рынок ценных бумаг,  
производя эмиссию новых акций. Вторая причина выхода современных  
корпораций на рынок ценных бумаг - необходимость уменьшения доли  
^ заемного капитала в совокупном капитале корпораций.

В настоящее время фондовый рынок не осуществляет межотраслевое перераспределение капитала в значительных объемах, он выступает в качестве механизма привлечения тех ресурсов, которые используются в дальнейшем для межотраслевой интеграции. Привлечение финансирования под сделки поглощения в пределах одной отрасли также осуществляется через фондовый рынок. Таким образом, можно сделать вывод, что рынок ценных бумаг способствует происходящей в России концентрации собственности.

Процессы консолидации капитала за последнее десятилетие приобретает все более интенсивный характер. К числу факторов, влияющих на динамику этого процесса можно отнести, прежде всего, становление и развитие управления как отдельной науки, выработка методологических основ управления крупными и сложными организациями.

До недавнего времени в экономической теории была распространена точка  
зрения, согласно которой укрупнение организаций эффективно только до  
^ определенного момента. По достижении организацией определенного

оптимального 'размера начинается падение эффективности деятельности вследствие потери управляемости. Однако, интенсивное развитие науки управления с начала века привело к появлению и обоснованию теорий, позволяющих выбрать методы управления крупными и сложными организациями без заметной потери в эффективности. К таким методам можно отнести делегирование части полномочий вышестоящим руководством на низовые уровни принятия решений. Развитие управленческой мысли позволило

**21**расширить оптимальные размеры компаний, разрастание которых чревато появлением управленческих проблем.

Основными факторами, определяющими перспективы развития корпорации путем поглощения, выступают:

1. Внешние факторы - глобализация и макроэкономические сдвиги, изменения внешней конкурентной среды, снижающие эффективность текущей деятельности компании и вынуждающие ее искать новые пути развития. В число таких факторов входят государственное регулирование и состояние конкретной отрасли.
2. Внутренние факторы - налоговые преимущества, получаемые при приобретении компании со значительными непокрытыми убытками (поглощение позволит снизить налогооблагаемую базу); усиление возможностей компании при слиянии или поглощении; снижение затрат при внутреннем росте (наращивание собственных мощностей может существенно превышать затраты на приобретение новой компании). Отдельным внутренним фактором выступают личные мотивы собственников и менеджеров

Государственные органы, призванные регулировать процессы слияния и поглощения постепенно смягчают административные запреты, осуществляя, таким образом, дерегулирование рынков. Такая позиция государства объясняется пониманием неизбежности трансформации национальных экономик в единую мировую экономику. И то, что считается излишней концентрацией с точки зрения обособленной экономики, не может считаться таковой на фоне мировой экономики в целом.

Таким образом, исследование фондового рынка как элемента национальной экономики позволяет раскрыть степень выполнения фондовым рынком своих макроэкономических функций. Эффективность фондового рынка зависит от эффективности всех его составляющих: эмитентов, инвесторов и профессиональных посредников. Макроэкономическая эффективность понимается как соотношение объема перераспределенных посредством

**22**фондового рынка инвестиционных ресурсов и затрат на их привлечение в совокупности с трансакционными издержками

В последние десятилетия инвестор становится ключевым звеном рыночной экономики, на его потребности ориентируется весь фондовый рынок. Получаемая трудоспособным населением заработная плата распределяется на два потока. Первый поток образуют обычные деньги, предназначенные для оплаты потребительских товаров и услуг. Второй инвестиционный поток поступает на фондовый рынок и преобразуется в капитал, накопление которого означает расширение возможности экономики по производству товаров. История мирового развития показывает, что фондовый рынок не может эффективно функционировать без контроля и регулирования со стороны государства.

Избыточную часть заработной платы и большую часть сбережений целесообразно направить в инвестиционный поток, обеспечивающий увеличение массы и качества производимой продукции, товаров и услуг.

В будущем это позволит достичь товарного баланса на более высоком уровне, что фактически означает рост богатства нации и жизненного уровня населения. Однако это произойдет только при условии, что государство сможет обеспечить защиту инвестиционного потока от спекулятивного использования, которое приводит к инфляции оборотных средств товаропроизводителей. По мнению Ю.Сизова деньги населения должны накапливаться не статически, а динамически 13 0,с.29]. Динамическое накопление личных состояний, инвестированных в реальную экономику обеспечивает взаимостимулирующий рост как экономики так и личных состояний. Чтобы инвестиционный поток был достаточно мощным, необходима система профессиональных посредников, образующих инфраструктуру фондового рынка.

Преобладание спекулятивных потоков на фондовом рынке ведет к появлению возможности использовать его в целях распределения продуктов труда независимо от трудового вклада, путем искусственного манипулирования внутренними финансовыми потоками, смешивания фиктивного и реального

**23**капитала. В конечном варианте это ведет к нарушению торгового баланса и усилению инфляции.

Система регулирования фондового рынка требует для своего бесперебойного функционирования постоянных бюджетных затрат. Однако, в конечном счете она позволяет повысить эффективность национального хозяйства. Чем выше уровень развития национальной экономики, тем больше затраты на регулирование, и значительнее получаемый от регулирования совокупный экономический эффект.

Существование стабильной рыночной экономики невозможно без создания рынка ценных бумаг как института обеспечения реальных прав собственности на средства производства, способного в полном объеме выполнять функции мобилизации частных сбережений на производственные инвестиции и перераспределять финансовые ресурсы в наиболее эффективные сектора экономики. Эволюционным путем такой рынок в наших условиях организоваться не может, следовательно, необходимо предпринимать усилия по его формированию с участием государственного регулирования.

Таким образом, очевидно, что рынок ценных бумаг на макроуровне занимает в экономической системе особое место. Фондовый рынок, являясь наиболее динамичной частью экономики, определяет качество распределения ресурсов внутри нее. Он не только служит связующим звеном между инвесторами и потребителями капитала, но и является каналом перетока капиталов между отраслями экономики. От способности фондового рынка обеспечивать ресурсами наиболее перспективные отрасли экономики и важнейшие точки экономического роста зависит эффективность использования национальных инвестиционных ресурсов. Чем эффективнее рынок ценных бумаг будет справляться со своими задачами, тем лучшие темпы роста будет демонстрировать экономика в целом.

k **1.2 Сущность государственного регулирования**

**фондового рынка.**

Современная экономика предполагает активное участие государства как регулирующего и управляющего органа, а также как субъекта рыночных экономических отношений. Государство выступает субъектом регулирования и управления экономической системы в лице отдельных органов, наделенных соответствующими полномочиями.

Регулирование в целом можно рассматривать как функцию управления,  
обеспечивающую функционирование управляемых процессов в рамках  
заданных параметров [12,с.561]. Определения государственного регулирования  
тождественны у большинства отечественных экономистов. А.Н. Азрилян дает  
краткое определение государственного регулирования: «это правительственные  
правила и законы, изменяющие или контролирующие экономическую  
деятельность»[12,с.561]. По мнению Б.А.Райзберга «государственное  
регулирование» - это воздействие государства в лице государственных органов  
на экономические объекты и процессы и участвующих в них лиц:  
осуществляется, чтобы придать процессам организованный характер,  
упорядочить действия экономических субъектов, обеспечить соблюдение  
законов, отстаивать государственные и общественные интересы» [49,с.63].  
Л.И.Абалкин определяет государственное регулирование как одну из форм  
участия государства в экономической жизни, состоящую в его прямом или  
^ косвенном воздействии на распределение ресурсов и формирование

пропорций.[65,с.659].

Содержание государственного регулирования наиболее полно раскрывает Кириченко В.Н [99,с.24]. По его мнению, государственное регулирование состоит из:

1) регламентации хозяйственной жизни, образующей свод правил, кодекс поведения хозяйствующих субъектов, определяющая их права и обязанности, меру взаимной ответственности, в том числе и введение определенных

25 запретов, нацеленных на недопущение ущерба субъектам рынка;

2) формирования организационно - экономических структур,  
обеспечивающих строгий контроль за соблюдением норм регламентации  
хозяйственного поведения субъектов рынка и обслуживающих хозяйственные  
отношения;

3) выработки социально-экономической политики, определения и  
результативного применения механизмов ее реализации.

Л В экономике России роль и место государственного регулирования, по

нашему мнению, определяется следующими основными факторами.

Во-первых, переход от административной экономики к рыночной предполагает неизбежное и резкое снижение уровня государственного регулирования. В то же время, в России роль государства в социально-экономических процессах традиционно преувеличена. Кроме того, само качество переходности задает дополнительную компоненту в государственном влиянии на экономические и политические процессы. Налицо также наличие устойчиво сильных исторических традиций, поддерживающих склонность к централизованному управлению процессами в стране. На современном этапе это выражается в максимально возможной централизации финансовых ресурсов в бюджетной системе, что объективно ставит промышленников в зависимость от государства как собственника денежного капитала.

Во-вторых, в условиях любого кризиса роль государства как стабилизирующего фактора неизбежно возрастает, а в период реформирования

fc общества именно государство должно выполнять системообразующую

функцию, определяя параметры будущей социально-экономической системы, темпы и направление преобразований.

В-третьих, в условиях тотальной ломки хозяйственного механизма, сопровождающейся исчезновением старых и формированием новых институтов и/или субъектов рынка, ни один из них не пользовался достаточной степенью доверия, в результате чего уровень риска по любой экономической операции превышал допустимый предел, поэтому только непосредственное участие

**26**государства во всех сферах экономической жизни могло обеспечить хотя бы минимальную стабильность.

В-четвертых, некоторые институты, присущие высокоразвитой рыночной экономике (в частности, рынок ценных бумаг, ипотека и др.), были созданы волевым решением «сверху», под эгидой государства, и, соответственно, изначально оказались под его контролем, поскольку не имели возможности эффективно действовать и развиваться без поддержки государства.

\* В-пятых, неразвитость рыночной инфраструктуры особенно в части

инфраструктурного оснащения рыночных отношений на периферии ведет к возникновению дистанции в уровне экономического и социального развития между регионами - «донорами» и остальной частью страны.

Регулирование рынка ценных бумаг имеет специфическую особенность, связанную с тем, что большинство экономических отношений в сфере рынка ценных бумаг, возникают в уже определенной форме. Эта особенность обусловлена спецификой самой ценной бумаги, которая приобретает свойство объекта гражданских прав только после придания имущественному праву документарной или бездокументарной формы с соблюдением всех обязательных реквизитов, предусмотренных законодательством о ценных бумагах. Поэтому позитивные социальные связи по поводу эмиссии и обращения ценных бумаг, как правило, не существуют в неурегулированной форме. Это представляет собой пример активного системообразующего влияния ценных бумаг на экономические отношения.

#» Опираясь на мировой опыт исследования государственного регулирования

экономических процессов и определения ведущих отечественных и зарубежных экономистов, определим сущность государственного регулирования рынка ценных бумаг. В экономической литературе различают понятие государственного регулирования фондового рынка с точки зрения теории и практики.

С точки зрения теории государственное регулирование фондового рынка-это совокупность экономических отношений хозяйствующих субъектов,

**27**обеспечивающих целостность, сбалансированность и устойчивость финансового рынка, в том числе рынка ценных бумаг, а также наиболее эффективное перераспределение экономических ресурсов.

Практическая реализация государственного регулирования фондового рынка, по мнению автора, представляет собой воздействие государства в лице государственных органов на совокупность экономических отношений, законов и закономерностей их развития системой мер законодательного, исполнительного и контролирующего характера.

На наш взгляд, наиболее логичным является определение сущности государственного регулирования рынка ценных бумаг как совокупности экономических и административно-правовых отношений, возникающих между участниками фондового рынка и государством в процессе взаимодействия на фондовом рынке в целях его дальнейшего развития. Субъектами этих отношений выступают, с одной стороны, государство, а с другой - участники фондового рынка: эмитенты, инвесторы, профессиональные участники и саморегулируемые организации. Сущность государственного регулирования отражает постоянно повторяющиеся, причинно-следственные, устойчивые и изменчивые взаимосвязи и взаимоотношения его участников.

Регулирование фондового рынка, как и экономики в целом, представляет собой единство государственного регулирования и саморегулирования. Исторически регулирование фондового рынка было представлено саморегулированием, которое осуществлялось изначально фондовыми биржами. Государственное регулирование возникло значительно позже. В конце XIX - начале XX века, в некоторых странах появляются законы, которые регламентируют отношения внутри компаний (акционерных обществ) и отношения компания - акционер. В некоторых странах, например, Германия, принимаются законы о фондовых биржах. Однако, государственное регулирование фондового рынка как система появилось в США в 30-е годы, а в большинстве стран фактически после второй мировой войны. Современное

**28**саморегулирование представлено деятельностью саморегулируемых организаций.

: В настоящее время организационное построение современной системы регулирования фондового рынка в подавляющем большинстве государств базируется на концепции двухуровневой системы органов регулирования. Первый уровень составляют органы государственного регулирования, второй уровень образуют саморегулируемые организации, созданные профессиональными участниками рынка ценных бумаг - различного рода союзы, ассоциации, лиги профессиональных участников, фондовые биржи, организаторы внебиржевой торговли (Приложение 1). Распределение функций и полномочий между государственными органами и саморегулируемыми организациями обусловлено культурными и историческими традициями каждой страны, а также уровнем развития рынка ценных бумаг.

Содержание государственного регулирования фондового рынка реализуется через систему используемых государством моделей, методов, форм, и инструментов регулирования, при помощи которых государство оказывает воздействие на все стороны развития рынка ценных бумаг. Содержание государственного регулирования изменяется, со временем, различается по странам, зависит от типа государственного устройства, выбранной модели экономической политики и т.п.

Целенаправленное государственное воздействие государства на фондовый рынок осуществляется прямыми (административными) и косвенными

**\***

(экономическими) методами. Прямое (административное) государственное регулирование осуществляется посредством установления обязательных требований, предъявляемых к участникам рынка ценных бумаг, лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, государственной регистрацией самих ценных бумаг, путем обеспечения гласности и равной информированности участников рынка, поддержания правопорядка. Таким образом, прямое регулирование существует в виде системы правовых норм и государственных органов, обеспечивающих их

**29**исполнение.

Средством экономического регулирования выступает финансово-  
кредитная система страны. Косвенное государственное регулирование рынка  
ценных бумаг осуществляется такими методами, как, например, проведение  
определенной налоговой политики, денежной политики, политики в области  
формирования и использования средств государственного бюджета, политики в  
области управления государственной собственностью и так далее.  
^ Административно-правовая и экономическая составляющие регулирования

фондового рынка тесно связаны между собой, так как в основе разработки каких-либо законодательных актов или административных мер воздействия всегда лежат экономические закономерности, на которые государство стремится повлиять тем или иным способом. И, наоборот, для использования финансово-кредитных рычагов регулирования, государство оказывает на них воздействие, закрепленное в правовых нормах.

В зависимости от специфики деятельности различных участников рынка органами государственного регулирования применяются различные методы как функционального, так и институционального регулирования.

Методы институционального регулирования связаны, прежде всего, с  
регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов и  
качеством управления ими. Институциональное регулирование, таким образом,  
направлено на предупреждение финансовой несостоятельности объектов  
регулирования, и по этой причине охватывает все аспекты деятельности  
fc конкретных организаций с точки зрения их влияния на финансовое положение

объектов регулирования. К числу методов институционального регулирования относятся, например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение участия в рискованных операциях, которые могут привести к финансовой несостоятельности объекта регулирования. Институциональное регулирование является основой регулирования банковской деятельности, однако широко применяется и на рынке ценных бумаг в тех случаях, когда специфика

конкретных видов профессиональной деятельности делает необходимым контроль за финансовым положением участников с целью защиты интересов инвесторов и других субъектов фондового рынка. К числу таких видов деятельности относится, например, хранение и обслуживание ценных-бумаг.

В отличие от методов институционального регулирования методы функционального регулирования связаны с установлением правил совершения определенных операций (т.е. выполнения определенных функций). Например,

*Ф*во многих странах, в том числе и в России, действует законодательство,

предусматривающее обязанность брокера в приоритетном порядке (по отношению к собственным операциям) исполнять заявки на покупку или продажу ценных бумаг, поступившие от клиентов. Требование вести учет клиентских ценных бумаг отдельно от своих собственных применяется в России по отношению ко всем финансовым институтам, принимающим на хранение и обслуживание ценные бумаги клиентов, и относится к методам функционального регулирования.

В большинстве случаев для защиты интересов инвесторов на рынке  
ценных бумаг' основной акцент делается на то, как профессиональные  
участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние  
профессиональных участников, поэтому методы функционального

регулирования составляют основу регулирования рынка ценных бумаг. Этим обуславливается необходимость принятия детальных стандартов профессиональной деятельности, которые являются одним из .основных

Так как методы функционального регулирования рынка, составляющие основу всей системы его регулирования, связаны с установлением правил совершения операций, они во многом пересекаются с вопросами профессиональной этики и обычаев делового оборота. Именно по этим вопросам интересы участников рынка и задачи государства совпадают, что позволяет использовать данное обстоятельство как метод оперативного

решения текущих вопросов саморегулирования.

31 В зависимости от степени значимости саморегулирования, от степени жесткости регулирования и других классифицирующих признаков можно выделить различные модели регулирования фондового рынка. В контексте нашего исследования представляется необходимым дать их классификацию (рис. 1.3.1).

По критерию «степень жесткости» следует выделить следующие модели регулирования:

основанные на жестких, детальных правилах и формальных процедурах, широком контроле за их соблюдением (США);

базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, стандартов, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций (Великобритания, Швейцария).

Модели регулирования фондового рынка

***I***

**4>**

**X X**

**я м**

Наличие регулятора

**и о**

**X X**

**се м о**

**S X ее со**о а

**X X ее**

**Э 4)**

Роль самор.орг-ий в системе рег-я

Участие субъектов Федерации

**#**

Рис. 1.3.1 Модели регулирования рынка ценных бумаг В зависимости от наличия или отсутствия специализированного

**32**государственного регулятора выделяют следующие модели регулирования рынка ценных бумаг:

Децентрализованное регулирование - предполагает отсутствие специализированного ведомства и возложение функций регулирования рынка на органы с более широкой компетенцией - министерство финансов или центральный банк (Германия);

Централизованное регулирование - предусматривает наличие государственного ведомства, специализирующегося на регулировании отношений в сфере рынка ценных бумаг (США);

Смешанное регулирование - предполагает распределение полномочий по регулированию между центральным банком и специализированным органом государственного регулирования (Российская Федерация).

Национальные модели регулирования рынка ценных бумаг различаются также в зависимости от наличия или отсутствия признанных негосударственных институтов, осуществляющих саморегулирование. Так, отсутствие саморегулируемых организаций или их минимальная роль на рынке обычно сопряжены с повышенной ролью государственных органов (Германия, Франция); другая модель предполагает широкое участие СРО в процессе регулирования рынка ценных бумаг (Великобритания, США, Япония).

В зависимости от степени участия субъектов федерации в процессе государственного регулирования выделяются системы, предполагающие значительные полномочия субъектов федерации (США, Германия), и системы с минимальным участием субъектов федерации в процессе регулирования (Российская Федерация).

По нашему мнению, выбор той или иной модели регулирования фондового рынка во многом зависит от особенностей финансового рынка, в том числе и рынка ценных бумаг. В контексте нашего исследования особый интерес вызывают особенности российского рынка ценных бумаг, и как -следствие модель его регулирования.

Отличительными чертами российского фондового рынка являются:

низкая ликвидность и упрощенная продуктовая структура;

сверхконцентрация в распределении денежных ресурсов и в структуре рынка. Основная доля денежных ресурсов сосредоточена в финансовой столице страны, а в структуре рынка преобладает сверхвысокая доля акций нескольких эмитентов;

фрагментарность рынка;

-меньшая, прозрачность в сравнении с развитыми рынками индустриальных стран;

большая распространенность инсайдерской торговли;

низкая защищенность инвесторов;

- зависимость рынков от экономической культуры населения.  
Вышеперечисленные признаки позволяют отнести рынок ценных бумаг

России к формирующимся фондовым рынкам. Формирующиеся рынки характеризуются низкой насыщенностью хозяйственного оборота ценными бумагами и ограниченной способностью к перераспределению денежных ресурсов. Такие рынки постоянно находятся в состоянии высокой степени волатильности. Они нуждаются в развитии новых технологий, в инвестициях в инфраструктуру рынков, в квалифицированном персонале, и достаточном количестве финансовых институтов. Развитие формирующихся рынков находится под воздействием таких факторов, как выбор социально-экономической модели устройства общества, политическая структура, социальная стабильность, степень открытости общества, религиозность, ментальность общества.

Влияние государства на формирующиеся рынки значительно выше, чем на развитых рынках индустриальных стран, выше регулятивная нагрузка, выше влияние перспективной и текущей макроэкономической политики. На развитых рынках государство работает в режиме корректировки процессов, оформления складывающейся рыночной практики, придания ей формы, которая содействовала бы сохранению честного и справедливого механизма ценообразования. Но и на таких рынках в моменты фондовых кризисов или в

**34**периоды нарастающих инноваций используется стратегическое планирование, программирование будущего, с тем, чтобы найти правильные ответы на вызовы, сохранить конкурентоспособность рынка. В эти моменты степень вмешательства в рыночные процессы нарастает. Тем более, что мировая практика свидетельствует о том, что полагаться полностью на самоорганизацию фондового рынка недостаточно. В современной России основанные на здоровой конкуренции механизмы финансового рынка еще не

\* укрепились, а инвестиционные потребности инвесторов не уравновешены

возможностью получения высоких доходов. Устранить этот дисбаланс в системе финансирования реального сектора экономики можно только путем усиления общественного, государственного регулирования и целевой направленностью инвестиционных потоков.

Следовательно, мы делаем вывод, что степень вмешательства государства на формирующихся рынках должна быть значительно выше, чем на развитых рынках ценных бумаг. И в этой связи, мы разделяем мнение Я.Миркина, в том, что «вынужденный «дирижизм» государства на фондовом рынке неизбежен в период глубоких структурных преобразований». [41,с. 164]. Лишь государство обладает по отношению ко всем без исключения субъектам рынка ценных бумаг полномочиями, достаточными для поддержания общих правил функционирования. Кроме того, решение задач, направленных на создание эффективного фондового сектора финансового рынка невозможно исключительно силами саморегулируемых организаций. К таким задачам

% относятся обеспечение принципа единства режима и методов регулирования

фондового рынка; обеспечение жёсткого контроля за соблюдением правовых норм деятельности на фондовом рынке и неукоснительной ответственности участников рынка в случае их нарушения; защита интересов всех участников рынка ценных бумаг; обеспечение равенства всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование; соблюдение принципа гласности в области нормотворчества и обязательного участия профессиональных участников рынка в создании его нормативно-правовой

**35**базы; стимулирование конкуренции на рынке ценных бумаг посредством недопустимости преференций или каких-либо льгот для отдельных его участников.

Поскольку рынок ценных бумаг является одним из основных механизмов аккумуляции и распределения финансовых ресурсов, при формировании режима его регулирования необходимо также учитывать и комплекс конкретных экономических задач государства, в частности, отражающих

специфику начального этапа развития рынка, а также необходимость

формирования государственного контроля, обеспечивающего прозрачность и управляемость финансовых потоков в государстве (понимаемую прежде всего как способность государства влиять на финансовые потоки в соответствии со своими приоритетами — например, приоритетами промышленной политики).

В Российской Федерации необходимость государственного регулирования рынка ценных бумаг усиливается в связи с тем, что рьшок ценных бумаг находится еще в процессе становления. Именно поэтому в России в 90-е годы прошлого века за основу была принята модель регулирования, предполагающая установление детальных сводов правил и жесткого контроля за их исполнением. Утяжеление регулятивной инфраструктуры привело к жестко регламентированному характеру государственного регулирования. Возникла необходимость в усилении инновационных аспектов регулирования фондового рынка -деятельности саморегулируемых организаций. Саморегулируемые организации - как орган управления фондовым рынком на микроуровне - могут значительно

% улучшить эффективность фондового рынка при условии передачи им

государством части своих полномочий. Опыт последнего десятилетнего существования отечественного рынка ценных бумаг показал, какое важное значение имеют границы допустимого вмешательства государства в сферу фондового рынка. Так, государство не может прямо вмешиваться в управление акционерным обществом, за исключением случаев, когда акционерное ' общество частично или полностью государственное. Акционерные общества -самостоятельные субъекты рьпйса, их деятельность проходит в правовом

36  
режиме, установленном государством, однако управляются они

исключительно менеджерами компании в пределах их компетенции. Государственное регулирование служит для установления рамочных условий деятельности саморегулируемых организаций, в пределах которой они должны иметь определенную свободу.

По многим вопросам интересы государства и саморегулируемых организаций совпадают. Совпадение интересов государства и участников рынка существует, прежде всего, в сфере предупреждения и разрешения конфликтов между участниками, улучшения управления рисками, снижения возможностей для мошенничества и других противоправных действий, поддержки ликвидности и стабильности рынка, внедрения стандартов профессиональной деятельности. Решение указанных задач на базе саморегулируемых организаций требует специализации последних по видам профессиональной деятельности, а характер решаемых задач — формирование стандартов профессиональной деятельности и принуждение к их исполнению — обуславливает необходимость отказа от принципа конкурентности в сфере саморегулирования.

Формирующийся фондовый рынок должен проходить долгий путь глубоких структурных преобразований на пути к созданию эффективной регулятивной системы под продуманным руководством государства. Однако, государственное регулирование фондового рынка не должно быть авторитарным. При всех существующих преимуществах централизованного государственного регулирования, саморегулирование как регулирование на микроуровне начинает приобретать все большее значение. Только при условии симбиозного существования этих двух уровней регулирования можно достичь эффективного функционирования фондового рынка. Анализ масштабов, границ и форм взаимодействия государственного регулирования и саморегулирования проведен в следующей главе диссертационного исследования.

**37 2. Система регулирования фондового рынка 2.1 Основные направления государственного регулирования**

**фондового рынка в России**

Как было доказано в параграфе 1.3 нашего исследования, регулирование фондового рынка, как и экономики в целом, представляет собой единство государственного регулирования и саморегулирования. Организационное

большинстве государств базируется на концепции двухуровневой системы органов регулирования. Первый (внешний) уровень составляют органы государственного регулирования, второй (внутренний) уровень образуют саморегулируемые организации (СРО), созданные самими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К последним относятся различного рода союзы, ассоциации профессиональных участников (например, Ассоциация участников вексельного рынка в России), фондовые биржи, внебиржевые торговые системы (например, NASDAQ в США), которые выполняют определенные регулятивные функции в отношении участников фондового рынка. Распределение функций и полномочий между государственными органами и саморегулируемыми организациями обусловлено культурными и историческими традициями каждой страны, а также уровнем развития рынка ценных бумаг. В данном параграфе нашего исследования будет рассмотрена система внешнего регулирования фондового рынка.

^ Система государственного регулирования рынка ценных бумаг,

представляющая собой совокупность целостных взаимодействующих друг с другом элементов, состоит из:

1. нормативной подсистемы - совокупности аютветствующих законов и иных  
нормативных актов, устанавливающих условия и порядок осуществления  
государственного регулирования;

2. организационной подсистемы в виде:

а) государства (в широком смысле на всех уровнях разделения властей : законодательная, исполнительная, судебная, федеральная, республиканская, местная) и его роли в регулировании различных сегментов рынка ценных бумаг;

б)' самой структуры государственных органов, отвечающих за

регулирование различных сегментов рынка ценных бумаг в их взаимодействии (их

статус, функции).

Международная организация комиссий по ценным бумагам (International

Organization of Securities Commissions IOSCO) в своем программном документе

«Цели и принципы регулирования фондового рынка», опубликованного в 1998,

определила три основные цели государственного регулирования:

1. Защита инвесторов против вводящих в заблуждение манипуляторских,  
мошеннических и инсайдерских практик;

1. Обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестных торговых практик);
2. Снижение уровня систематического рынка (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг)[134].

Обозначенные цели взаимосвязаны и взаимозависимы. Многие из тех требований, которые помогают сохранять честный и прозрачный рынок, одновременно снижают и уровень систематического риска. Точно так же меры, направленные на снижение систематического риска, облегчают защиту инвесторов.

Основу регулятивной системы фондового рынка составляет нормативно-правовая база регулирования. Эффективное законодательство по ценным бумагам, согласно вышеупомянутому документу IOSCO должно охватывать следующие направления:

1. Законодательство о компаниях (акционерных обществах), а именно, вопросы, касающиеся:

1. Образования компании.
2. Обязанностей директоров и управляющих.
3. Регулирования поглощений, слияний и прочих сделок, способных повлиять на отношения собственности и контроля.
4. Эмиссии и размещения ценных бумаг.
5. Раскрытия информации акционерам для принятия ими обоснованного решения по выборам совета директоров

1.6 Раскрытия информации о крупных пакетах акций.

2. Гражданское /Договорное право. В этом направлении необходимо  
законодательно определить и оформить вопросы:

1. Частного договорного права.
2. Предоставления ценных бумаг взаймы и их залог.
3. Прав, вытекающих из ценных бумаг и процедуры передачи прав по ценным бумагам.
4. Налоговое законодательство
5. Законодательство о банкротстве. Здесь должны быть рассмотрены:
6. Права владельцев ценных бумаг в случае банкротства эмитента.
7. Права клиентов финансовых посредников в случае их банкротства.

5. Законодательство о конкуренции. Прежде всего:

1. Предотвращение действий недобросовестного использования доминирующего положения на рынке
2. Предотвращение действий, препятствующих конкуренции.
3. Равный доступ в отрасль
4. Банковское законодательство
5. Разрешение конфликтов
6. Законодательство о посредниках.

Только подробное законодательное определение всех вышеупомянутых направлений позволит говорить об эффективной регулятивной основе рынка ценных бумаг. В России, как и в других странах с директивной в прошлом экономикой, это законодательство пришлось создавать фактически заново. И как следствие ускоренного законотворческого процесса в каждом элементе созданного законодательства существуют лакуны и противоречия, которые

**40**мешают нормализовать работу фондового рынка и обеспечить выполнение им своей основной макроэкономической функции - финансирования хозяйства. Базовое законодательство, созданное в начале 1990-х годов, до сих пор существует в форме общих законов, а большинство аспектов деятельности на рынке ценных бумаг осуществляется на основе многочисленных ведомственных нормативных актов, которые нередко противоречат друг другу. Например, нормативные акты, контролирующие размещение средств инвестиционных фондов, средств паевых фондов и резервов страховых компаний, значительно различаются, хотя должны быть идентичны. В подобных условиях затруднено создание сложных комплексных финансовых продуктов, поскольку участник финансового рынка должен одновременно соответствовать требованиям различных регуляторов, а финансовые инструменты из одного сектора финансового рынка могут допускаться или не допускаться к использованию регулятором другого сектора. Такая ситуация уже сама по себе выступает объективной причиной необходимости проведения реформы государственного регулирования фондового рынка.

На наш взгляд, необходимо поэтапное усиление роли рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в реальный сектор, расширение конструктивной роли государства в строительстве фондового рынка и стимулирование операций внутренних и иностранных инвесторов.

Главной задачей начального этапа выступает существенное увеличение объема инвестиций частных лиц как в государственные, так и в корпоративные ценные бумаги в рамках восстановления доверия к населению. Важное направление работы на первом этапе - создание адекватного законодательства о рынке ценных бумаг, разработка правовых основ функционирования срочного рынка, приведение в соответствие с потребностями реальной экономической жизни норм законодательства, касающихся практических аспектов фондового рынка. При условии более эффективного информирования инвесторов и эмитентов о возможностях осуществления и привлечения инвестиций через рынок ценных бумаг должно увеличиться количество участников рынка, ориентированных на работу на первичном рынке. На данном этапе

**РОССИЙСКАЯ  
ГОСУДАРСТВЕННАЯ ді**

**БИБЛИОТЕКА } nl**

ориентировочными показателями должны выступить капитализация 100 крупнейших эмитентов (около 180 млрд.долл)„ доходность (рублевая) внутренних государственных ценных бумаг (14%годовых), доходность (долларовая) государственных ценных бумаг (9% годовых), объем привлеченных инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год, 5 млрддолл), вывод на рынок не менее 800 предприятий реального сектора.

Реализация вышеуказанных мер и снижение общего риска должны привести к  
^ существенному росту рынка корпоративных облигаций.

На втором этапе основное внимание, на наш взгляд, следует уделить привлечению иностранных инвесторов, и в первую очередь -институциональных. Должно быть завершено формирование системы регулирования срочного рынка, разработана система снижения инвестиционных рисков. Количество предприятий, вышедших на рынок ценных бумаг, должно существенно увеличиться. На данном этапе капитализация 100 крупнейших эмитентов должна составить около 350 млрд.долл; доходность внутренних государственных ценных бумаг - 11%годовых; доходность внешних государственных ценных бумаг - 8% годовых; объем привлеченных инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год) - 20 млрд.долл.

На третьем, заключительном этапе наиболее актуальными, на наш взгляд, представляются следующие задачи:

1) качественное изменение структуры инвесторов (необходимо резко увеличить  
ф долю инвесторов, нацеленных на долгосрочные инвестиции и институциональных

инвесторов);

2) повышение инвестиционной привлекательности российских эмитентов.  
Данный этап должен характеризоваться важнейшими изменениями в

структуре инвесторов. К концу этапа можно ожидать существенного увеличения доли инвесторов, нацеленных на долгосрочные инвестиции. Для этого необходимо перейти к политике стимулирования таких инвестиций, причем наиболее активную политику следует вести в отношении пенсионных

**42**фондов и страховых компаний. Объем эмиссий в этот период должен выйти на стабильный уровень, и дальнейшие усилия государства необходимо будет направить на поддержание достигнутых показателей, а также на снижение инвестиционных рисков за счет повышения требований к эмитентам ценных бумаг. Ориентировочные показатели третьего этапа: капитализация 100 крупнейших эмитентов - 500 млрд.долл; доходность внутренних государственных ценных бумаг -7%годовых; доходность внешних государственных ценных бумаг - 6,5% годовых; объем привлеченньк инвестиций путем выпуска ценных бумаг российскими предприятиями (за год) - 25 млрд.долл; вывод на рынок не менее 3500 предприятий реального сектора. Реализация всего комплекса мер приведет к кардинальному изменению рынка ценных бумаг России и его государственного регулирования.

Указанные задачи носят стратегический характер, комплиментарны и должны решаться, по нашему мнению, комплексно, в увязке друг с другом. При их решении необходимо учитывать особенности рынка ценных бумаг как одного из основных механизмов аккумуляции и перераспределения инвестиционных ресурсов в народном хозяйстве: в основе функционирования рынка лежит добровольное вложение временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты рынка ценных бумаг. По этой причине главной практической задачей государственного регулирования, от решения которой зависит само существование рынка, является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

Говоря о задачах государственного регулирования рынка ценных бумаг в целом, уместно привести высказывание Л. Абалкина о том, что задачи государства связаны не только с созданием условий для функционирования рынка. Они предполагают признание его роли в соблюдении баланса общественных интересов, социальной стабильности и защите национальных интересов при проведении как внутренней, так и внешней политики [68, с.8].

Основной стратегической задачей всей системы государственного регулирования рынка является формирование и обеспечение неукоснительного соблюдения таких правил деятельности всех его субъектов, при которых рынок

**43**ценных бумаг наиболее эффективно выполняет свои основные макроэкономические функции — мобилизацию свободных ресурсов для развития экономики и формирование доходных и надежных инструментов сбережения для населения.

По нашему мнению, оптимальность баланса интересов государства как выразителя потребностей общества в целом и субъектов фондового рынка возможна только в том случае, если при регулировании отдельных секторов хозяйства или рынков тех или иных товаров и услуг государство будет придерживаться следующих основных принципов.

Во-первых, подконтрольность деятельности субъектов фондового рынка уполномоченным государственным органам в целях обеспечения соблюдения нормативных актов. Данная цель достигается путем организации и правового закрепления системы государственной регистрации и лицензирования некоторых видов деятельности, а также текущего контроля в форме предоставления периодической отчетности и непосредственных проверок, осуществляемых соответствующими государственными учреждениями либо другими структурами, действующими в интересах общества или от имени государства.

Во-вторых, защита прав клиентов, контрагентов и инвесторов, которые могут быть нарушены в результате недобросовестных или непрофессиональных действий субъектов данной отрасли или участников данного рынка. В рамках достижения этой цели государством осуществляются мероприятия по созданию соответствующей законодательной базы и институтов, в том числе относящихся к судебной и судебно-исполнительной системам, способных эффективно предупреждать, выявлять и пресекать какие бы то. ни было умышленные нарушения субъектами отрасли прав других лиц, а также надлежащим образом возмещать нанесенный ущерб. Кроме того, государством устанавливаются обязательные требования к профессиональной квалификации руководителей действующих на фондовом рынке организаций -профессиональных участников, эмитентов и инвесторов и персонала

**44**определенных категорий, а также минимальные требования к финансовым показателям, характеризующим способность этих контрагентов стабильно осуществлять свою деятельность и нести имущественную ответственность перед другими субъектами фондового рынка.

В-третьих, поддержание справедливой конкуренции, что подразумевает, с одной стороны, недопущение монополизации фондового рынка, что достигается путем контроля за концентрацией собственности в форме

k приобретения крупных долей участия, слияний и поглощений, а также

установления дополнительных ограничений и мер государственного контроля для организаций, чье монопольное положение признано экономически целесообразным; с другой стороны, принятие мер против применения недопустимых форм и методов конкурентной борьбы (совершение сделок с использованием инсайдерской информации, недобросовестной рекламы, промышленного шпионажа и т.п.). По данным ФКЦБ РФ «доля сделок, в которых так или иначе используется инсайдерская информация, на российском рынке ценных бумаг превышает 50%...»[74,с.27]. Представляется необходимым создание действенного механизма для подтверждения фактов манипулирования сделками на фондовом рынке.

В-четвертых, разумный протекционизм по отношению к отечественным участникам рынка, который должен сдерживать экспансию иностранных компаний, но при этом не противоречить международному праву, не лишать потребителей продукции или услуг права выбора и не стимулировать

*р*технологическое отставание и снижение эффективности деятельности

национальных участников рынка, что неизбежно при отсутствии конкуренции с зарубежными организациями. Защита внутреннего рынка может осуществляться как административными методами (запрет или ограничение допуска нерезидентов к участию на внутреннем рынке страны), так и экономическими, то есть повышенного налогообложения и т.д.

В-пятых, разграничение сфер контроля и ответственности между государством и самими участниками рынка, в первую очередь

45 саморегулируемыми организациями участников рынка. В то же время, для организации эффективного общественного контроля за деятельностью саморегулируемых организаций необходима законодательно закрепленная система раскрытия информации, позволяющая заинтересованным лицам получать свободный доступ к сведениям о финансово-хозяйственной деятельности акционерных предприятий, необходимым для самостоятельной (без участия государства) защиты своих законных интересов.

В-шестых,' приведение, по возможности, действий субъектов фондового рынка в соответствие с целями, признанными государством приоритетными. В данном случае традиционно используются: директивное управление деятельностью участников рынка через отношения собственности, законодательное ограничение или запрет некоторых видов деятельности и операций, меры экономического воздействия на отдельных участников рынка или конъюнктуру рынка в целом через бюджетную, налоговую, денежно-кредитную, инвестиционную политику и т.п. Кроме того, государство может воздействовать не только на текущее поведение субъектов, но и на структуру секторов фондового рынка с целью обеспечения адекватности их функционирования общественным интересам в долгосрочной перспектіїве.

В-седьмых, создание четкой регулятивной структуры фондового рынка. В настоящее время в России действует исключительно сложная и противоречивая структура государственных органов, регулирующих фондовый рынок. Эта сложность объясняется следующими основными причинами:

1. смешанной моделью рынка ценных бумаг и, как следствие - наличие Банка России и иных государственных органов в качестве регулирующих инстанций;
2. неустойчивостью властных структур государственного регулирования рынка

ценных бумаг,

3)масштабной приватизацией, проведенной в короткие сроки и вызвавшей

выход на фондовый рынок различных финансовых инструментов.

Начиная с 1994 года, основным уполномоченным органом

исполнительной власти в сфере рынка ценных бумаг являлась Федеральная

**46**комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при Правительстве РФ, созданная на основании Указа Президента РФ от 4 ноября 1994 г. № 2063 "О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации".

Правопреемницей вышеупомянутой комиссии с 1996 года в роли федерального органа исполнительной власти по проведению государственной политики в области рынка ценных бумаг, по контролю за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг путем определения порядка их деятельности и по определению

. стандартов эмиссии ценных бумаг выступала Федеральная комиссия по рынку ценных

бумаг РФ (ФКЦБ России).

В целях проведения на территории России единой политики государственного регулирования рьшка ценных бумаг была создана структура региональных отделений ФКЦБ (РО ФКЦБ). Закрепление субъектов Федерации за 15 региональными отделениями привело к усложнению процедуры эмиссии ценных бумаг, к дополнительным материальным и временным издержкам эмитентов (из-за их удаленности от региональных отделений) и, как следствие выступило сдерживающим фактором для эмитентов при принятии решения о привлечении инвестиций путем проведения дополнительной эмиссии. Региональные отделения ФКЦБ РФ были в состоянии осуществлять необходимый контроль только за деятельностью *тех*регионов, в которых они непосредственно расположены. Наиболее существенными причинами, приведшими к возникновению подобной ситуации, по нашему мнению, можно считать как недостаточное финансирование деятельности региональных отделений со стороны федерального бюджета, так и непринятие во внимание при

ф распределении регионов между территориальными структурами ФКЦБ одного из

самых очевидных факторов - географической удаленности многих региональных отделений от подведомственных им субъектов Федерации.

За время существования ФКЦБ России было принято около 200 постановлений, регламентирующих отношения на рынке ценных бумаг, а также более 200 распоряжений и методических рекомендаций, имеющих нормативный характер и обязательных для исполнения всеми субъектами рынка [93;с.35]. При реализации контрольно-надзорных полномочий ФКЦБ РФ

**47**наблюдалась тенденция сведения контроля к применению принудительных мер в отношении профессиональных участников рынка ценных бумаг (аннулирование, приостановление действия лицензии), что в сочетании с отсутствием единой методики осуществления проверок создавало определенные препятствия к полноценной деятельности акционерных обществ на фондовом рынке.

Вышеупомянутые обстоятельства, характерные не только для фондового рынка России, но и для формирующихся рынков в целом, послужили причиной для недостаточной способности регулятора рынка ценных бумаг полноценно выполнять свои функции.

Регулирующие и надзорные функции за фондовым рынком были распределены между целым рядом различных министерств и ведомств. Помимо ФКЦБ, контролирующие функции выполняли Банк России (кредитные организации), ' Минфин (страховые организации и отдельные профессиональные участники рынка ценных бумаг), Минтруда (негосударственные пенсионные фонды, отдельные участники рынка ценных бумаг) и другие.

Подобная сложная структура приводила к пересечению и дублированию функций различных министерств и ведомств по регулированию и надзору за фондовым рынком, что не способствовало повышению эффективности системы государственного регулирования российского фондового рынка.

Одним из наиболее радикальных путей реформирования системы  
*ф*государственного регулирования выступает создание мегарегулятора,

представляющего собой единый государственный орган по упорядочению различных сегментов финансового рынка. Такая практика эффективна при грамотном и компетентном подходе к этому вопросу. По пути создания мегарегулятора в свое время пошли такие страны как Норвегия (1986), Канада (1987), Дания (1988) Швеция (1991), Япония (1998) и др. (см. Приложение 2). Во Франции, Испании, Португалии, Италии, Греции и Нидерландах регулирование осуществляет независимый орган, занимающийся надзором за биржами и

**48**действующий по модели американской Securities and Exchange Commission (SEC). США выбрали иное направление реформирования системы государственного регулирования фондового рынка, выбрав путь развития функционального управления финансовыми рынками при наличии нескольких регулирующих органов.

Впервые идея создания мегарегулятора на базе ФКЦБ РФ в Российской Федерации была предложена компанией Cadogan Financial в конце 1999 года. Среди причин' создания назывались неравномерность, фрагментарность и непоследовательность нормативно-правовой базы; незначительный размер рынков капитала; недостаточная независимость органов регулирования; низкая оплата труда и недостаток ресурсов, характерные для большинства органов регулирования; отсутствие четкой иерархической структуры органов власти.

О необходимости концентрации функций по регулированию фондового рынка речь шла также в программном документе «Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России», подготовленном Национальной ассоциацией участников фондового рынка в 1999 году. [41,с.341]

Я.М.Миркин утверждает, что идея создания мегарегулятора преждевременна для России [41,с.348]. Однако, на наш взгляд, именно раздробленность финансового рынка, замкнутость региональных рынков, упрощенная структура финансовых продуктов российского фондового рынка и определяют объективную необходимость создания мегарегулятора, как регулирующего и координирующего органа, способного переориентировать рынок ценных бумаг на выполнение своей основной цели - перераспределения средств для инвестиций в реальный сектор; снизить степень рыночного риска; повысить конкурентоспособность российского рынка ценных бумаг; создать систему надзора за финансовым состоянием участников фондового рынка; разработать новые приоритеты долгосрочной политики развития. Несомненно существует определенная степень риска, связанная с ослаблением регулирующего воздействия и смешением отвественности на начальной стадии создания мегарегулятора. И в то же время налицо все преимущества от создания мегарегулятора: это и

**49**ликвидация конфликтов интересов между различными регулятивными органами, лучшее распределение регулятивных ресурсов, четкая координация деятельности, преодоление фрагментарности нормативной базы, снижение регулятивных издержек [77,с.19]. Существующее до сих пор функциональное (секторальное) регулирование не смогло вывести российский финансовый рынок на новый путь развития, а привело к необходимости проведения реформы государственного регулирования. И в этом случае идея создания мегарегулятора в Российской Федерации, по нашему мнению, на сегодняшний день наиболее своевременна и актуальна, но подходить к ее осуществлению необходимо с учетом национальных экономических и политических особенностей нашей страны.

Доказательством этого является современное состояние развития рынков финансовых услуг. Сюда, прежде всего, можно отнести: перекрестное предложение финансовых продуктов разными институтами, секьюритизацию, универсализацию финансовых институтов, создание финансовых конгломератов. Вторая группа аргументов связана с экономией издержек при осуществлении регулирующей и надзорной деятельности и удобством для поднадзорных организаций. Эта группа аргументов может не проявить себя в полной мере, если внутри единого регулятора организация исполнения будет осуществляться по функциональному принципу. Каждое подразделение регулятора будет представлять в этом случае мини-отраслевой регулятор, где процедуры могут быть не менее, а более затратными, а административные препоны во взаимодействии между ними столь же значительны. Для того, чтобы организационные преимущества смогли реализоваться в полной мере, важно, чтобы в основу деятельности мегарегулятора были положены единые принципы. Третья группа аргументов связана с масштабами регулируемых операций и рынков. Среди них: компактность рынков и неразвитость сети финансовых организаций.

Существует мнение, что организационная перестройка при переходе к единому регулятору может привести к утрате управляемости рынка. По мнению автора' за относительно недолгий период существования финансовых рынков и регуляторов в нашей стране они неоднократно подвергались

50 разнообразным структурным изменениям, и это не приводило. к утрате управляемости рынка, более того, рынки продолжали активно развиваться.

Итогом дискуссии о необходимости и важности создания мегарегулятора на фондовом рынке выступил проект создания подобного мегарегулятора, подготовленный Министерством экономического развития и торговли (МЭРТ) в феврале 2004 года по итогам консультаций с различными ведомствами. В докладе министерство предлагало создать на базе ФКЦБ единый федеральный надзорный орган в сфере финансовых рынков, объединив в нём надзорные функции, осуществляемые государственными органами, за исключением функций Центробанка. По мнению МЭРТ, унификация регулирования необходима, в частности, из-за роста числа и роли финансовых групп, в которых единый собственник владеет несколькими финансовыми институтами, предоставляющими разные финансовые инструменты.

Действительные шаги по созданию мегарегулятора финансового рынка в России были созданы в начале марта 2004 года в рамках радикальной административной реформы указом Президента РФ №314 от 9 марта 2004 года «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти». Этим документом была реорганизована ФКЦБ РФ, а все ее функции были переданы новому государственному органу - Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Новому регулятору были переданы также некоторые направления деятельности и других государственных структур. От Минфина к ФСФР перешел контроль и надзор за формированием и инвестированием пенсионных накоплений, от упраздненного Министерства по антимонопольной политике - контроль за биржами и срочным рынком, от Минтруда - надзор за негосударственными пенсионными фондами.

В развитие Указа №314 правительство России приняло Постановление №206 от 9 апреля 2004 года "Вопросы Федеральной службы по финансовым рынкам", окончательно определившее структуру и статус нового регулятора российского финансового рынка.

**51**Согласно Постановлению, указанная служба является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по контролю и надзору на финансовых рынках, и находится в ведении правительства РФ. Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет свою деятельность непосредственно и через свои территориальные органы. Федеральной службе по финансовым рынкам передаются территориальные органы упраздняемой Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. Всего на момент принятия решения о реорганизации ФКЦБ на территории РФ действовало 14 региональных отделений.

Федеральная служба по финансовым рынкам осуществляет  
государственную регистрацию выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах  
выпуска ценных бумаг, а также регистрацию проспектов ценных бумаг;  
обеспечивает раскрытие информации на рынке ценных бумаг в соответствии с  
законодательством РФ; осуществляет в рамках установленных федеральными  
законами и иными нормативными правовыми актами России функций по  
контролю и надзору в отношении эмитентов, профессиональных участников  
рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций, акционерных  
инвестиционных фондов, управляющих компаний акционерных  
инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и  
негосударственных пенсионных фондов и их саморегулируемых организаций,  
специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов,  
паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов,  
ипотечных агентов, управляющих ипотечным покрытием,

специализированных депозитариев ипотечного покрытия, негосударственных пенсионных фондов, Пенсионного фонда РФ, государственной управляющей компании, а также в отношении товарных бирж.

Кроме того, в компетенцию Федеральной службы по финансовым рынкам входит обобщение практики применения законодательства РФ в сфере своей компетенции и внесение в Правительство предложений о его

**52**совершенствовании, разработка проектов законодательных и иных нормативных правовых актов.

До внесения изменений в действующее законодательство на Федеральную службу по финансовым рынкам возлагаются функции по руководству и обеспечению работы Комиссии по товарным биржам.

Особое положение ФСФР в системе органов государственной власти обуславливается прямым подчинением премьер-министру РФ, тогда как другие федеральные службы подчиняются министерствам. Согласно п.5 Постановления 206 ФСФР только разрабатывает проекты законодательных и нормативных правовых актов, и единственный вариант возможности нормотворчества - через постановления Правительства РФ. Возникает противоречие с законом «О рынке ценных бумаг», где установлено, что уполномоченный в сфере рынка ценных бумаг государственный орган соединяет в себе правоустанавливающую и правоприменительную функции. Это положение вытекает из необходимости оперативно реагировать на изменения ситуации на фондовом рынке в целях сохранения стабильности финансовой системы страны в целом.

Этому ведомству предстоит сбалансировать интересы участников фондового рынка, в число которых входят банки, инвестиционные компании, паевые, пенсионные и прочие фонды, депозитарии, регистраторы, крупнейшие эмитенты. ФСФР отвечает за прозрачность и надежность фондового рынка, за честные и справедливые условия торгов на нем, за соблюдение обязательств и требований профучастников, за достоверность отчетности эмитентов перед инвесторами, за отсутствие инсайда и прочее

В то же время ФСФР, по нашему мнению, нельзя считать классическим примером мегарегулятора, так как вне ее прямого влияния остаются страховые компании, отданные в ведение Федеральной службы страхового надзора, аудиторы (Минфин) и банки (Банк России). На наш взгляд, вопрос о регулировании в частности банковского сектора будет решаться по мере укрепления системы государственного регулирования. Банковский сектор является

53 составной частью финансового рынка, и без передачи части функций, к примеру, надзорных, этому сектору идея мегарегулятора выглядит неполной.

На сегодняшний день новым регулятором финансового рынка в России -Федеральной службой по финансовым рынкам РФ - могут быть приняты меры по реализации' управленческих функций, отработанные в международной практике регулирования. Например, в части демократизации процессов и процедур принятия управленческих решений. Необходимо предварительное обсуждение нормативных актов с привлечением саморегулируемых организаций; раскрытие информации о деятельности ФСФР, включая публикацию регулярных отчетов о своей деятельности. В силу того, что Федеральная служба по финансовым рынкам находится непосредственно в ведении Правительства РФ, необходимо определить форму координации органов исполнительной власти - Минфина, Минэкономразвития, Федеральной антимонопольной службы - в области развития финансовой сферы, в том числе фондового рынка. Представляется целесообразным создание на правительственном уровне координационного органа по финансовому рынку, который мог бы взять на себя как вопросы стратегического развития финансовой сферы, так и предварительное рассмотрение проектов нормативных актов Правительства РФ и ФСФР по ее регулированию, обеспечивая им экономическую оценку. Структура подобного рода позволила бы смягчить недостатки совмещения Федеральной службой по финансовым рынкам правоустанавливающих и правоприменительных функций.

Эффективное регулирование рынка ценных бумаг может быть осуществлено только при комплексном трансформационном взаимодействии всех элементов системы регулирования внешнего и внутреннего уровня, в процессе которого предпринимаются постепенные структурно -организационные изменения при определении концептуальной модели сочетания прямого регулирования с развитием саморегулируемых организаций.

**54 2.2 Саморегулирование в системе регулирования фондового рынка.**

В условиях динамичного поступательного развития экономической системы повышается роль саморегулирования как следствия ускорения и усложнения протекающих экономических процессов. Саморегулирование вытекает из особенных свойств экономической системы, к числу которых относятся ее самоорганизация, нечеткость границ, административная подчиненность,-динамизм и стохастический характер системы.

Самоорганизация экономической системы возникает из кооперации не только экономических субъектов низшего уровня друг с другом, но и с экономическими институтами, а также кооперации институтов между собой.

В контексте нашего исследования можно утверждать, что самоорганизация экономической системы нашло свое выражение в саморегулировании.

Под саморегулированием понимается самостоятельное реагирование объекта регулирования на внешние воздействия, нарушающие его нормальное функционирование. Саморегулирование осуществляется в форме самонастройки,.самоорганизации, самообучения и контроля.

Самонастройка проявляется в самостоятельном изменении параметров функционирования системы. Самоорганизация состоит в самостоятельном преобразовании структуры системы при сохранении присущих данной системе качественных характеристик. Самостоятельный поиск условий, при которых система удовлетворяет критериям качества своего функционирования, предопределяет форму самообучения. Способность саморегулируемой экономической системы к генерации и использованию новшеств, развитие на основе инновационной деятельности определяет динамику положения саморегулируемой системы во внешней среде. Способность системы организовать прямую и обратную связь через формы контроля является необходимым условием ее саморегулируемости. Можно утверждать, что система является саморегулируемой, если ей в целом присущи элементы самонастройки, самоорганизации, самообучения, инновационности и контроля.

**55**Причем способность системы к саморегулированию находится в обратной зависимости от степени регламентации ее структуры и программы функционирования.

Способность экономической системы к саморегулированию определяется и тем, насколько ее составляющие элементы обладают самостоятельностью и самодостаточностью в своем функционировании.

Саморегулирование - институт, основанный на добровольном принятии  
^ экономическими агентами различного рода ограничений по отношению к

собственному поведению на рынке с целью создания (поддержания) положительной репутации.

Институт- саморегулирования является самоподдерживающимся, самовоспроизводящимся: саморегулируемым организациям невыгодно нарушать установленные ими правила поведения, поскольку непосредственно экономические стимулы заставляют агентов делового оборота выполнять установленные правила.

При этом мы исходим из позиции, что фактическое наличие в  
современной России значительного числа некоммерческих организаций  
(союзов, ассоциаций), уже объединяющих предпринимателей не только с целью  
защиты и лоббирования их интересов, но и с целью саморегулирования их  
деятельности, создает практическую основу для передачи саморегулируемым  
организациям (СРО), находящимся под контролем государства и причем без  
ущерба для государства, тех его функций, которые требуют более тонких и  
ф специфических механизмов регулирования конкретных видов деятельности.

Такой подход всецело соответствует практике всех современных государств с развитой экономикой, в которых именно наличию саморегулируемых организаций предпринимателей придается большое значение, а сами саморегулируемые организации рассматриваются не только как гражданские институты, представляющие интересы предпринимателей, но и как важнейший элемент общей системы регулирования профессиональной деятельности в некотором смысле дополняющий государственное

**56**регулирование.

Международное профессиональное сообщество признает правомерность различных моделей саморегулирования. Общими характеристиками саморегулируемых организаций в большинстве юрисдикции являются их отделенность от правительственного регулятора. Международная практика фондового рынка включает различные модели регулирования, в том числе модели без СРО, с одной СРО, выделяемой по функциональному признаку, или с множеством СРО.

Наиболее распространена модель рынка, в которой вообще не существует саморегулируемых организаций (Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Германия, Индия, Испания, Дания, Тайвань, Турция, Швеция, Швейцария и другие.) В конце 90-х годов произошел отказ от модели СРО в Великобритании. К странам с единственной СРО относится Новая Зеландия, Польша, Корея: Примером страны с множественностью СРО может выступать США, Канада, Япония и Норвегия.

Довольно распространено создание саморегулируемых организаций по функциональному признаку (брокерско-дилерская деятельность, депозитарно-регистраторская деятельность), по продуктовому признаку (например, эмисиионные ценные бумаги), по закрепленности за определенным рынком (биржи, внебиржевой рынок) или за инфраструктурой, обслуживающей определенные рынки. В последних случаях СРО выполняют не только функции саморегулирования, но и функции организации рынка. Именно так организовано саморегулирование в США, в рамках которого создана National Association of Securities Dealers (NASD) как СРО, за которой закреплен внебиржевой рынок и его торговые системы, а фондовые биржи США приобрели статус саморегулируемых организаций на биржевом рынке.

В России, по нашему мнению, разделение саморегулируемых организаций возможно произвести по следующим классификационным признакам: по функциональному, продуктовому, закрепленности за определенным рынком, степени признания государством (см.таблицу 2.2.1). Однако, по мнению многих

57 отечественных экономистов [41,с.25; 42,с.56] доминирующей признана модель регулирования, включающая СРО, учреждаемые по функциональному признаку (Национальная Ассоциация Участников Фондового рынка (НАУФОР), Профессиональная Ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД) и т.п.), в которые входят различные виды финансовых институтов.

Таблица 2.2.1 Структура саморегулируемых организаций на фондовом рынке России.

**\***

Необходимость появления различного рода союзов, ассоциаций и объединений профессионалов на внебиржевом рынке была обусловлена прежде всего:

широкомасштабной приватизацией в России;

отсутствием на фондовых биржах атрибутов цивилизованного рынка (регистраторов, депозитариев, клиринговых палат и т.д.);

информационным вакуумом;

появлением акций предприятий самых различных отраслей;

удаленностью многих крупных эмитентов;

трудностями в определение реального курса акций, величины спроса на них и т.д.

Роль саморегулируемых организаций менялась на разных этапах развития российского рынка ценных бумаг. На этапе зарождения рынка они занимались профессиональным образованием, обменом опытом работы, лоббированием интересов профессиональных участников на разных уровнях власти. Решения их носили рекомендательных характер. Когда саморегулируемые организации получили официальный статус, они стали заниматься защитой своих членов, клиентов, вопросами этики. Решения их приобрели обязательный характер (отказ от их выполнения означал исключение из организации).

В качестве основных целей деятельности саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг в целом можно выделить:

развитие и совершенствование системы функционального регулирования рынка ценных бумаг;

установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг (уровень стандартов и требований, предъявляемых саморегулируемыми организациями к деятельности её членов, закрепленных в её внутренних документах, должен быть не ниже уровня стандартов и требований, устанавливаемых Федеральной службой по финансовым рынкам);

осуществление контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг;

защита интересов владельцев ценных бумаг и клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;

повышение стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, включая стандарты профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

обеспечение условий профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Саморегулируемые организации профессиональных участников рынка ценных бумаг действуют на основании учредительных документов, Федерального Закона «О рынке ценных бумаг» и Положения «О саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг», утверждённого Постановлением ФКЦБ от 01.07.1997 № 24. Положение об СРО определяет саморегулируемую организацию СРО как основанную на членстве некоммерческую организацию, созданную профессиональными участниками рынка ценных бумаг и осуществляющую свою деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности в качестве саморегулируемой организации.

Основными признаками саморегулируемой организации на фондовом рынке являются:

добровольность объединения;

членство только профессиональных участников рынка ценных бумаг;

осуществление, как минимум двух, исключительных функций (установления формализованных правил, стандартов осуществления профессиональной деятельности и защита интересов членов организации).

Профессиональный участник рынка ценных бумаг может быть членом нескольких саморегулируемых организаций в соответствии с условиями совмещения видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, если иное не установлено нормативными актами Федеральной комиссии. Число членов саморегулируемой организации не может быть менее десяти.

В законе «О рынке ценных бумаг», принятом в 1996 г., было впервые сказано о праве профессиональных участников рынка объединяться в саморегулируемые организации. Однако то, как на фондовом рынке сочетаются

**60**и взаимосвязаны государственное регулирование и саморегулирование, в законе в значительной степени отдано на рассмотрение ведомственному регулятору, что и заложило основу того положения, в котором ныне находится саморегулирование профессиональной деятельности.

В процессе исследования в свете административной реформы, проводимой на фондовом рынке и представленной прежде, всего, созданием ФСФР, особый интерес вызвали два момента: об идее передачи функции саморегулирования от общественных организаций профессиональным участникам (а именно, биржам) и об отношении саморегулируемых организаций и мегарегулятора.

Биржи по своей природе являются гораздо более зависимыми и объективно постоянно лояльными организациями по сравнению с классическими саморегулируемыми организациями. Они, в отличие от СРО, привязаны к регулятору из-за получения лицензии, необходимости согласовывать все свои правила и т.д. На саморегулируемые организации же у регулятора практически нет прямых рычагов воздействия, за исключением действий в отношении его членов.

При этом биржи по своей природе способны и должны выполнять некоторые функции саморегулирования, например, устанавливать стандарты торговли, контроль за раскрытием информации и соблюдением профессиональной этики (в частности, пресекать возможности манипулирования ценами) и т.д. В то же время биржа не может выполнять главную функцию саморегулируемой организации — быть представителем и отстаивать интересы своих членов в органах регулирования. Прежде всего потому, что количество участников рынка пока что гораздо больше, чем количество участников биржевых торгов. Например, в РТС торгует порядка 120 компаний, а в НАУФОР — более 550 членов. Понятно, что биржа не сможет выполнять роль саморегулируемых организаций для внебиржевых участников рынка. В то же время внебиржевой рынок является значительным сегментом российского рынка ценных бумаг и он также требует определенных стандартов поведения и норм регулирования. Более того, есть целые сегменты финансового рынка,

которые находятся вне досягаемости организаторов торговли (например, рынки векселей или еврооблигаций).

Кроме того, разрабатываемые в настоящее время саморегулируемыми организациями стандарты профессиональной деятельности охватывают более широкий спектр взаимоотношений участников рынка, нежели взаимоотношения при биржевой торговле. Биржа как СРО может быть не заинтересована в этих стандартах, она будет заинтересована по своей природе только в установлении технических правил листинга и торговли, которые согласно положениям новой редакции закона «О рынке ценных бумаг» достаточно жестко регулируются государственным регулятором и, таким образом, не требуют саморегулирования.

История развития российского рынка ценных бумаг свидетельствует о том, что когда-то функции биржи и СРО были объединены. Нецелесообразность такого объединения проявилось в институционализации функций саморегулирования в виде отдельных ассоциаций. Так произошло разделение фондовой биржи РТС и саморегулируемой организации НАУФОР.

Таким образом, по нашему мнению, целесообразно четко разделить функции организаторов торговли и саморегулируемых организаций и прописать подобное разделение в специальных публичных соглашениях между ними. Также саморегулируемым организациям могут быть переданы сбор отчетности профессиональных участников и контроль за соблюдением требований, которые предъявляют биржи к участникам торговли. Биржи же обеспечивают симметричное раскрытие информации и устанавливают оптимальные правила игры при заключении сделок на организованном рынке.

В настоящее время саморегулирование открывает возможности для достижения соответствия между потребностями участников рынка ценных бумаг и регулирующей деятельностью государственного органа управления. Всю сферу регулирования в отраслях профессиональной деятельности в нашей стране занимают органы исполнительной власти. Иными словами надзорные функции всех государственных органов совпадают или совмещаются с регулирующими функциями, то есть правоустанавливающими. Таким образом,

**62**налицо конфликт интересов, так как невозможно совместить правоустанавливающие и надзорные функций в одном органе. Во всем мире сферы деятельности, которые трудно регулировать «сверху», отдают саморегулированию, за исключением тех случаев, когда это касается вопросов национальной безопасности, чрезвычайных ситуаций и т.д. Это и есть либеральная модель регулирования, которая применяется во многих странах.

На российском фондовом рынке первоначально существовала модель системы саморегулирования и саморегулируемых организаций, введенная ФКЦБ России в 1996г. В его концепции саморегулирование — часть системы государственного регулирования. Об этом свидетельствуют нормативные документы Комиссии, например текст положения «О саморегулируемых организациях»., Созданные в то время саморегулируемые организации были подконтрольны Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и лично ее председателю, который контролировал их деятельность, вплоть до назначения отдельного сотрудника в этих СРО. Фактически такие саморегулируемые организации становились «общественным» отделом Федеральной комиссии, который был полностью подчинен регулятору и содержался на средства участников.

В дальнейшем Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг пошла по пути либерализации саморегулирования. Во-первых, по инициативе Федеральной комиссии России было признано недействительным требование об обязательном участии профессиональных участников рынка ценных бумаг в саморегулируемых организациях, во-вторых, была допущена разумная их множественность, оставляющая участнику рынка выбор.

В этой связи, на наш взгляд, необходима максимальная независимость саморегулируемых организаций от регулятора рынка в области делегировании части полномочий регулятора саморегулируемой организации. Это делегирование должно быть закреплено соответствующим соглашением между регулятором и саморегулируемыми организациями. Например, функция сбора и анализа отчетности, функция установления стандартов профессиональной

63 деятельности и контроля за их соблюдением, проверка участников рынка на профессиональную пригодность, выдача соответствующих аттестатов и т.д. Как правило, эти вопросы наиболее эффективно регулируются самими участниками рынка на основе их добровольного согласия следовать данным стандартам.

Регулирование этих сфер исключительно государством будет авторитарным, . то есть менее оперативным, менее профессиональным, поскольку никто не разбирается в потребностях рынка компетентнее самих профессиональных участников. Кроме того, открывается дополнительная возможность для коррупции и преследования интересов одной группы участников в ущерб интересам других групп. Если саморегулируемая организация не выполняет условия соглашения, то эти функции регулятор может делегировать другой организации. На наш взгляд, государству необходимо освободится от избыточных обязанностей, которые более эффективно могут исполняться на другом уровне управления, за пределами государственной власти, так как саморегулирование как институт наиболее эффективен при передаче ему государством определенных властных полномочий. Без их передачи саморегулирование превращается в дополнительный уровень управления, который дублирует органы государственной власти и является дополнительным административным барьером для бизнеса.

В контексте указа Президента №824 от 23 июля 2003 года «О мерах по проведению административной реформы в 2003-2004 годах», предусматривающего развитие системы саморегулируемых организаций в области экономики в качестве приоритетного направления административной реформы, представляется необходимым принятие федерального закона о саморегулировании предпринимательской деятельности, который мог бы определить принципы деятельности саморегулируемых организаций предпринимателей во всех сферах хозяйствования. Именно в законе должен быть прописан особый порядок взаимоотношений саморегулируемых организаций с участниками рынка, благодаря которому данная саморегулируемая организация

**64**функционирует, а также особый порядок взаимоотношений саморегулируемых организаций с государством, органами государственного регулирования. Основными вопросами этого закона должны быть, по нашему мнению:

1. Вопрос об организационно-правовой форме саморегулируемых организаций. Действующее законодательство о некоммерческих организациях недостаточно систематизировано, и не следует вводить новую форму некоммерческой организации,
2. Вопрос об обязательности членства в саморегулируемых организациях. Наиболее целесообразным представляется возможность экономического мотивирования членства в СРО. Это могут быть и налоговые льготы и другие финансовые преимущества, приобретаемые при условии членства.

3. Вопрос о делегировании саморегулируемым организациям  
государственных полномочий, в частности, полномочий по лицензированию  
деятельности профессиональных участников фондового рынка. Данный вопрос  
тесно связан с предыдущим. Принципиально нужно определить, как на  
законодательном, так и на теоретическом уровне, должны ли саморегулируемые  
организации сохранить элементы публичности.

Мы считаем, что следует прописать механизм делегирования СРО и реализации отдельных государственных полномочий, перечислив закрытый перечень таковых, а также ответственности за реализацию этих полномочий и защиты прав инвесторов.

Концепция закона, с одной стороны, должна предполагать возможность замещения государственного регулирования саморегулированием, с другой стороны, должна учитывать, что при неблагоприятном развитии событий любая саморегулируемая организация несет в себе риск перерождения в некую группу сложившихся профессиональных участников, которые смогут легко препятствовать вхождению на рынок новым субъектам фондового рынка.

Для того чтобы этого не произошло, предполагается, что участник рынка и любой выходящий на рынок субъект должны сами определить, объектом какого

**65**регулирования они являются. Если участник предпочитает быть объектом государственного регулирования, то он обращается за лицензией в государственный орган и далее взаимодействует с бюрократическим аппаратом. Если же он выбирает механизм общественного регулирования, то он вступает в саморегулируемую организацию, руководствуется стандартами ее деятельности и подчиняется надзорным и контрольным мерам по их соблюдению, предпринимаемым с ее стороны, имея в виду, что в конечном счете политика саморегулируемых организаций вырабатывается при его участии. Контроль за членом саморегулируемой организации должен осуществляться в интересах самого профессионального участника рынка и в интересах третьих лиц, т.е. клиентов, инвесторов — всех тех, кто пользуется услугами членов саморегулирумых организаций. Функция же государственного органа в этом случае состоит в контроле за соблюдением саморегулируемой организацией действующего законодательства.

Следует отметить, что целенаправленная работа по формулированию концепции законодательной регламентации деятельности саморегулируемых организаций в нашей стране велась на протяжении последних нескольких лет. Результатом этой работы стал единый вариант законопроекта "О саморегулируемых организациях".

\* На наш взгляд, законопроект носит лишь общий (рамочный) характер, а особенности правового регулирования деятельности саморегулируемых организаций в конкретных отраслях деятельности должны быть конкретизированы в специальных (отраслевых) законах, регламентирующих конкретные виды деятельности.

Основными функциями, перераспределяемыми от государства в пользу саморегулируемых организаций, должны стать допуск субъектов профессиональной деятельности на рынок и устранение их с рынка в случае несоответствия предъявляемым к ним требованиям или каких-либо нарушений с их стороны установленных СРО норм и правил. Также нельзя допускать,

чтобы одна саморегулируемая оганизация контролировала определенный вид деятельности, поскольку это создаст частный монополизм.

Существование саморегулируемых организаций не должно служить барьером для вхождения субъекта профессиональной деятельности на рынок. Саморегулируемые организации не должны трансформироваться в орудие конкурентной борьбы, а также выступать средством вытеснения с рынка малых и средних контрагентов путем установления специфических или неадекватно завышенных стандартов и требований к участникам рынка. Для того чтобы участие в саморегулируемых организациях было привлекательным необходимо предусмотреть в законе, что в отношении членов саморегулируемой организации государственный контроль и надзор не осуществляется, за исключением некоторых видов контроля, прямо связанных с безопасностью.

Актуальность вопроса особенно возрастает с учетом задач, поставленных на заседании Правительства Российской Федерации от 15 мая 2003г. по сокращению избыточных функций федеральных органов государственной власти и передачи части из них саморегулируемым организациям. Необходимо формирование официальной государственной позиции по отношению к саморегулированию, как одному из рычагов проведения административной реформы и упорядочивания государственного вмешательства в экономику.

От того, как быстро будет сформулирована такая государственная политика, зависит насколько эффективно пойдет развитие саморегулирования в общих интересах государства и бизнеса: рост ВВП и снижение государственных расходов, рост реальных доходов.

На состоявшемся в апреле 2004 года заседании совета директоров ПАРТ АД члены сообщества предложили передать функции аннулирования лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг из ведения федерального регулирующего органа на рассмотрение судов. По мнению фондового сообщества, следует изменить критерии, с учетом которых эти лицензии сейчас выдаются, в частности убрать норму о размерах собственного капитала, в основание которой положена спорная система расчета (на практике этот капитал

67 трудно реализовать и возместить из него ущерб клиентам профучастника). Альтернативой собственным средствам может стать их 50-процентное замещение страховым покрытием или средствами специальных компенсационных фондов. Такие фонды могут быть созданы членами саморегулируемых организаций. Принимая на себя материальную ответственность, СРО вправе, по мнению ПАРТАД, претендовать на некоторые полномочия, сейчас принадлежащие государственному регулятору, например, они могли бы заниматься сбором и обработкой отчетов своих членов, аттестацией специалистов на рынке ценных бумаг, а также лицензированием его профессиональных участников. По нашему мнению, надзор и регулирование со стороны таких организаций действительно будут менее обременительными, чем со стороны федерального органа, поскольку саморегулируемые организации создадут механизмы материальной компенсации. Государственный регулятор же может оставить за собой лицензирование тех, кто не желает вступать в профессиональные ассоциации.

Однако, эти предложения не получили поддержку у главы Федеральной службы по финансовым рынкам, что свидетельствует о нежелании передавать значительную часть регулирующих функций саморегулируемым организациям, так как это дискредитировало бы саму идею создания Финансовой службы по финансовым рынкам как надзорного органа.

Таким образом, можно сделать следующие выводы.

Саморегулируемые организации призваны сделать российский рынок ценных бумаг цивилизованным, укрепить доверие к нему российских и иностранных инвесторов. Разобраться в сложных условия рынка ценных бумаг могут только профессионалы. Там, где контроль на рынке ценных бумаг находится централизованно в руках государства, он недостаточно эффективен и почти всегда запаздывает с принятием решений.

В настоящее время можно утверждать, что соотношение свободы в деятельности саморегулируемых организаций и регулирования их со стороны государственного регулятора близко к оптимальному. Более того, тот опыт в

**68**части саморегулирования, который накоплен сейчас на фондовом рынке востребован другими отраслями при разработке собственных моделей саморегулирования.

Представляется целесообразным четкое разграничение сферы контроля и ответственности между государством и самими участниками рынка, в первую очередь саморегулируемыми организациями. В то же время, для организации эффективного общественного контроля за деятельностью саморегулируемых

, организаций необходима законодательно закрепленная система раскрытия

информации, позволяющая заинтересованным лицам получать свободный доступ к сведениям о финансово-хозяйственной деятельности акционерных предприятий, необходимым для самостоятельной (без участия государства) защиты своих законных интересов.

Саморегулирование не может противоречить государственной системе регулирования, оно призвано дополнять ее правилами профессионального сообщества. Государство, в свою очередь, должно задавать жизненно важные

І\* для рынка и саморегулируемых организаций границы, а не заниматься

тотальной регламентацией их деятельности.

Федеральная служба по финансовым рынкам Российской Федерации  
должна поддерживать равноправие саморегулируемых организаций  
содействовать их здоровой конкуренции в более эффективном выполнении  
функций саморегулирования и предоставления услуг своим членам,  
обеспечивать адекватность стандартов с тем, чтобы не допустить на фондовом  
^ рынке регуляторного арбитража.

## Роль фондового рынка в развитии экономики

В современной экономической литературе существует множество определений рынка ценных бумаг. Так, по мнению У.Ф.Шарпа, рынок ценных бумаг - это «механизм, содействующий обмену финансовыми активами путем сведения вместе покупателей и продавцов»[64, с.45]. В.А.Галанов и А.И.Басов характеризовали рынок ценных бумаг как «совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками»[51,с.203]. Гитман Л. Д. и Джонк М.Д. как «механизм, позволяющий заключать сделки между поставщиками и потребителями денежных средств»[20,с.452]. В финансово - кредитном словаре под редакцией А.Г.Грязновой, рынок ценных бумаг (securities market) определяется как совокупность отношений, возникающих при эмиссии и обращении ценных бумаг, создании и деятельности его профессиональных участников.[59, с.383]. На наш взгляд, более верно говорить о рынке ценных бумаг как о совокупности отношений между экономическими субъектами по поводу обмена финансовыми активами через механизм выпуска и обращения ценных бумаг с целью привлечения инвестиционных средств в реальный сектор экономики. Понятие «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» в контексте нашего исследования рассматриваются как тождественные.

Фондовый рынок бумаг является сегментом как денежного рынка, так и рынка капиталов (рис. 1.2.1). Фондовый рынок является важнейшим инструментом централизации реальных капиталов. Именно здесь формируются финансовые источники экономического роста, концентрируются и распределяются финансовые ресурсы. Посредством механизма рынка ценных бумаг обеспечивается перелив капиталов. Это происходит как через перераспределение инвестиционных ресурсов в область с их дефицитом, так и в результате оттока инвестиционных ресурсов из отраслей, где имеет место их излишек. Доступ к дополнительным инвестиционным ресурсам становится равнодоступным для всех производителей товаров и услуг.

В современной экономической литературе роль рынка ценных бумаг рассматривается в тесной взаимосвязи финансового и экономического р азвития. Основными факторами экономического развития выступают движение денежной массы, рост и аккумуляция сбережений, регулирование и движение инвестиций. Важная роль в этом ряду принадлежит институциональной инфраструктуре.

Рынок ценных бумаг

Финансовый рынок

Рис. 1.2.1 Взаимосвязь сегментов финансового рынка. Развитие финансового рынка выступает одним из главных условий экономического развития общества. Для теоретического осмысления данного постулата проследим развитие экономической мысли в русле традиционных подходов: кенсианского и монетаристского, где произошло преодоление агрегированного подхода к определению финансовых обязательств, под которыми первоначально понимались только деньги. Движение долгосрочных финансовых инструментов не рассматривалось как компонент финансового рынка. Второе направление сформировалось как реакция на проблемы развивающихся стран, где классические подходы к оценке роли финансового сектора в экономическом развитии оказались недостаточными, а методы регулирования экономики по этим схемам в условиях несовершенного рынка капиталов оказались неэффективными.

Классическая теория значительное внимание уделяла движению процентной ставки как основному индикатору финансового рынка. Неоклассики рассматривали долгосрочные изменения процентной ставки под влиянием движения инвестиций и сбережений. Кенсианская теория предложила анализировать краткосрочные тенденции в движении процентной ставки на основе предпочтений ликвидности. Эта теория предлагала два основных канала ликвидности: деньги (включая банковские депозиты) как абсолютно ликвидные активы и облигации. Спрос на эти средства изменяется в зависимости от колебаний ставки процента: чем выше ставка, тем относительно ниже ее фиксированный процент по облигациям, и, следовательно, цена облигаций. В отличие от классиков, считавших иррациональным держать деньги, так как они приносят минимальную прибыль или не приносят вообще, кенсианцы считали это рациональным, ибо в условиях ожидания повышения ставки процента наблюдаются потери капитала, инвестированного в облигации.

## Основные направления государственного регулирования фондового рынка в России

Как было доказано в параграфе 1.3 нашего исследования, регулирование фондового рынка, как и экономики в целом, представляет собой единство государственного регулирования и саморегулирования. Организационное построение системы регулирования фондового рынка в подавляющем большинстве государств базируется на концепции двухуровневой системы органов регулирования. Первый (внешний) уровень составляют органы государственного регулирования, второй (внутренний) уровень образуют саморегулируемые организации (СРО), созданные самими профессиональными участниками рынка ценных бумаг. К последним относятся различного рода союзы, ассоциации профессиональных участников (например, Ассоциация участников вексельного рынка в России), фондовые биржи, внебиржевые торговые системы (например, NASDAQ в США), которые выполняют определенные регулятивные функции в отношении участников фондового рынка. Распределение функций и полномочий между государственными органами и саморегулируемыми организациями обусловлено культурными и историческими традициями каждой страны, а также уровнем развития рынка ценных бумаг. В данном параграфе нашего исследования будет рассмотрена система внешнего регулирования фондового рынка.

Система государственного регулирования рынка ценных бумаг,

представляющая собой совокупность целостных взаимодействующих друг с другом элементов, состоит из:

1. нормативной подсистемы - совокупности аютветствующих законов и иных нормативных актов, устанавливающих условия и порядок осуществления государственного регулирования;

2. организационной подсистемы в виде:

а) государства (в широком смысле на всех уровнях разделения властей : законодательная, исполнительная, судебная, федеральная, республиканская, местная) и его роли в регулировании различных сегментов рынка ценных бумаг;

б) самой структуры государственных органов, отвечающих за регулирование различных сегментов рынка ценных бумаг в их взаимодействии (их статус, функции).

Международная организация комиссий по ценным бумагам (International Organization of Securities Commissions IOSCO) в своем программном документе «Цели и принципы регулирования фондового рынка», опубликованного в 1998, определила три основные цели государственного регулирования:

1. Защита инвесторов против вводящих в заблуждение манипуляторских, мошеннических и инсайдерских практик;

2. Обеспечение прозрачности и эффективности рынка и честных правил торговли (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестных торговых практик);

3. Снижение уровня систематического рынка (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг)[134].

Обозначенные цели взаимосвязаны и взаимозависимы. Многие из тех требований, которые помогают сохранять честный и прозрачный рынок, одновременно снижают и уровень систематического риска. Точно так же меры, направленные на снижение систематического риска, облегчают защиту инвесторов.

Основу регулятивной системы фондового рынка составляет нормативно-правовая база регулирования. Эффективное законодательство по ценным бумагам, согласно вышеупомянутому документу IOSCO должно охватывать следующие направления:

## Анализ современного состояния фондового рынка России

Устойчивое поступательное развитие фондового рынка возможно лишь при создании благоприятных условий для деятельности всех субъектов рынка. Ответственность за соблюдение оптимального баланса интересов субъектов рынка лежит прежде всего на государстве, которое осуществляет воздействие на рыночные отношения с помощью специальных органов государственного регулирования. Повышение темпов экономического роста и улучшение благосостояния населения во многом зависят от развития фондового рынка страны. Для того, чтобы провести практическое исследование степени государственного влияния на фондовый рынок, необходимо проанализировать состояние рынка ценных бумаг в целом и его составляющих - региональных фондовых рынков, в частности рынка ценных бумаг Республики Татарстан.

Республика Татарстан по многим показателям является одним из ведущих регионов по количеству обращаемых ценных бумаг, объему эмиссии и по привлечению инвестиций, а также по уровню развития инфраструктуры фондового рынка. Развитие республиканской инфраструктуры рынка ценных бумаг определяет региональный сегмент как цивилизованную площадку для финансовых отношений, повышая тем самым заинтересованность инвесторов в республиканских активах, способствуя как притоку сбережений физических лиц, так и средств зарубежных инвесторов.

Инфраструктура фондового рынка в Республике Татарстан несмотря на сложность и противоречивость происходящих в экономике преобразований имеет сегодня активную тенденцию к росту и развитию.

В настоящее время в регионе работают 43 профессиональных участника рынка ценных бумаг (19 из них - банки), осуществляющих брокерскую и дилерскую деятельность, деятельность специализированного регистратора, а также деятельность по управлению ценными бумагами; 8 негосударственных пенсионных фондов; создано свыше 3 тысяч акционерных обществ.

Динамика количества лицензированных компаний - профессиональных участников среди юридических лиц по данным РО ФКЦБ России в РТ на рынке ценных бумаг в Татарстане и других регионах (с июля 1998 года в РО ФКЦБ России в Приволжском федеральном округе вошла Кировская область, после ноября 2000 года - Чувашия, Марий Эл, Мордовия) представлена на рисунке 3.1.1. Положительным результатом анализа рассматриваемой динамики является то, что дефолт России в 1998 году существенно не повлиял на изменение количества профессиональных участников в республике.