Зрентьева Наталия Сергеевна. Фондовый рынок Франции: организация, структура, особенности функционирования : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2003 177 c. РГБ ОД, 61:03-8/2960-2

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ОСОБЕННОСТИ РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА ФРАНЦИИ В УСЛОВИЯХ ЕГО МОДЕРНИЗАЦИИ 7

1.1. Анализ причин модернизации фондового рынка 7

1.2. Особенности нормативно-правовой базы фондового рынка и масштаб налогообложения доходов от операций на этом рынке 18

1.3. Система государственных и общественных органов регулирования фондового рынка 34

ГЛАВА II. АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ФРАНЦУЗСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 42

2.1. Классификация, эмиссия и характерные черты долговых инструментов 42

2.2. Рынок акций: их традиционные и новые виды 61

2.3. Рынок производных финансовых инструментов 73

ГЛАВА III. ИЗМЕНЕНИЯ В СТРУКТУРЕ УЧАСТНИКОВ ФРАНЦУЗСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА 82

3.1. Инвесторы и условия инвестирования капитала на фондовом рынке 82

3.2. Деятельность и уровень профессионализма фондовых управляющих 92

3.3. Посредники и их роль на фондовом рынке 101

ГЛАВА IV. ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ВО ФРАНЦИИ БИРЖЕВОГО

РЫНКА 110

4.1. Торговая система парижской биржи: техническое совершенствование и интеграционные тенденции 110

4.2. Внедрение современных систем и форм урегулирования расчетов 132

4.3. Фондовый рынок в начале XXI века: новые перспективы 142

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 149

ЛИТЕРАТУРА 158

ПРИЛОЖЕНИЯ 164

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**За последние пятнадцать лет финансовая система во Франции претерпела значительные изменения. В стране был осуществлен ряд реформ, основной целью которых являлось улучшение способов финансирования экономики, в том числе путем повышения роли фондового рынка и расширения сферы обращения ценных бумаг. На сегодняшний день во Франции функционирует один из самых развитых и хорошо технически оснащенных фондовых рынков в Европе.

Актуальность диссертационной работы обусловлена необходимостью для  
России осмыслить опыт Франции в области создания и эффективного  
$ функционирования фондового рынка. Целью данного исследования является

всесторонний анализ французского фондового рынка, его структуры, особенностей функционирования и законодательной основы, что должно способствовать развитию этого рынка в России. Французский фондовый рынок характеризуется развитой ролью государства в регулировании фондового рынка и защите интересов инвесторов, для него характерно широкое участие в операциях с ценными бумагами коммерческих банков - таких финансовых институтов, которые и для России являются традиционными. Рациональное использование опыта Франции и других государств позволяет выявить общие закономерности и специфические проблемы формирования фондового рынка, а также помочь избежать ряда ошибок и подсказать принятие правильных решений.

По различным причинам российский фондовый рынок формируется по образцу  
фондового рынка США, что приводит, из-за различий уровня развития и  
экономической структуры обеих стран, к ряду негативных моментов (особенно при  
(» создании инфраструктуры российского фондового рынка). Как показывает опыт, на

современном этапе развития рынка ценных бумаг в России возможность использования американской модели, основанной на функционировании высокоразвитого финансового рынка, весьма ограничена. Близость организации российского фондового рынка к французской и/или германской моделям, как мы полагаем, неизбежна.

**Цель диссертации**- исследовать механизм функционирования и институциональное устройство французского фондового рынка, и на этой основе, выработать рекомендации по совершенствованию фондового рынка в России.

**Задачи исследования.**Исходя из сформулированной цели исследования, в диссертации были поставлены следующие основные задачи:

проанализировать основные факторы, оказывающие влияние на развитие фондового рынка во Франции и послужившие причиной его модернизации;

осуществить анализ регулятивной системы французского фондового рынка и выработать рекомендации по совершенствованию системы регулирования в России;

дать классификацию финансовых инструментов, обращающихся на французском фондовом рынке, и рассмотреть возможности введения в обращение некоторых из них на фондовом рынке в России;

проанализировать современную структуру участников французского фондового рынка (эмитенты, инвесторы, профессиональные участники рынка);

исследовать особенности организации биржевого рынка и механизма торговли ценными бумагами во Франции;

определить основные тенденции и перспективы развития французского фондового рынка в условиях создания общеевропейского рынка финансовых услуг и введения евро.

**Объектом исследования**выступают экономические отношения, складывающиеся между всеми участниками французского фондового рынка.

**Предметом исследования**является механизм функционирования фондового рынка во Франции, структура его участников и институциональное устройство, а также обращающиеся на нем финансовые инструменты.

**Методологической основой**диссертационного исследования послужили положения общей экономической теории, теории денег, финансов и кредита, а также системный подход, применение методов логического анализа, синтеза, сравнительного анализа и сделанные на их основе обобщения, использование методов группировки и других способов обработки данных.

**Теоретической и информационной**основой диссертации послужили распространенные во Франции и в России теории развития фондового рынка; труды французских и российских специалистов в области рынка ценных бумаг; законы и декреты французского правительства; нормативные документы Банка Франции, Комиссии по надзору за биржевыми операциями и Совета финансовых рынков; статистические данные Банка Франции, Министерства экономики, финансов и промышленности, Комиссии по надзору за биржевыми операциями, Парижской фондовой биржи и рынков производных финансовых инструментов Matif и Мопер; аналитические и статистические материалы Международной федерации фондовых бирж (FIBV) и Банка международных расчетов (BR1), Организации экономического сотрудничества и развития (OCDE); периодические отчеты Банка Франции, Банковской комиссии, Парижской фондовой биржи и Национального совета по

вопросам кредитования и ценным бумагам; финансовые и аналитические материалы, публикуемые в периодической печати.

В работе использовались монографии и статьи, главным образом, современных французских авторов. Это объясняется тем, что в России вопросы, связанные с устройством и функционированием французского фондового рынка, исследовались недостаточно. Среди российских исследований фондового рынка Франции, следует выделить труды таких авторов, как *ЯМ.*Миркин, Б.Б. Рубцов, Т.Любенцова, Л.Н. Красавина, Г.П. Черников.

Диссертант во время стажировки во Франции в период с 1997 по 2000 гг. имела возможность изучить опыт функционирования французского фондового рынка на материалах, имеющихся в ее библиотеках. При подготовке данной работы использовались исследования современных французских экономистов: профессора Университета Пьер Мендес Франс (г. Гренобль) Ж..-Л. Бессона, профессоров Университета Париж-Дофин Ж. Метэ и И. Симона, ученых Ж.-П. Дешанеля, А. Шуанеля и Г.Воплана.

В работе также использовалась информация, размещаемая государственными органами, рыночными организациями и компаниями в электронной сети Интернет.

Научная новизна результатов, полученных в ходе исследования, заключается в следующем:

На основе изучения теоретических работ российских и французских ученых, а также современной практики функционирования фондового рынка во Франции, уточнены его структура и экономический механизм;

Рассмотрена система обращающихся во Франции финансовых инструментов и рекомендован к использованию на российском фондовом рынке ряд из них;

Проведено исследование нормативно-правовой базы и системы органов регулирования французского фондового рынка, выявлены особенности налогообложения доходов, полученных от операций с ценными бумагами;

Уточнена структура участников французского фондового рынка, приведена классификация посредников на фондовом рынке по выполняемым ими функциям;

Выявлена особая роль форм коллективного управления и рассмотрена возможность адаптации этих инвестиционных инструментов на российском фондовом рынке;

Исследован механизм торговли ценными бумагами на Парижской фондовой бирже и выявлены особенности организации депозитарно-клиринговой деятельности во Франции;

Раскрыты современные тенденции развития фондового рынка Франции и

европейских рынков капиталов, выявлены основные трудности, стоящие на пути их интеграции;

**Практическая значимость работы.**Обобщение и анализ опыта Франции, которые легли в основу данной работы, а также сделанные автором выводы и полученные результаты могут быть учтены и использованы при разработке в России экономических механизмов, определяющих развитие отечественного фондового рынка. В диссертации исследованы конкретные финансовые инструменты, анализ практики использования которых на французском фондовом рынке позволяет рекомендовать многие из них для использования на российском рынке, в частности для улучшения государственной политики внутренних заимствований посредством выпуска государственных ценных бумаг, а также улучшения финансирования различных субъектов российской экономики посредством выпуска долгосрочных и краткосрочных долговых финансовых инструментов. Показано наличие в России условий для развития рынка корпоративных облигаций.

Практический интерес для российского рынка представляет опыт Франции в решении задач, связанных с переориентацией сбережений частных лиц на размещение в ценные бумаги с помощью развитой сети институтов коллективного инвестирования. Проведенный в диссертации анализ организации французского биржевого рынка и механизма торговли ценными бумагами на Парижской фондовой бирже может быть' использован для улучшения биржевой торговли ценными бумагами в России.

**Апробация результатов исследования.**Основные положения диссертации были внедрены в учебный процесс и использовались при чтении автором спецкурса для студентов СПбУЭФ, обучающихся по совместной русско-французской программе. Положения диссертации докладывались на научно-практических конференциях в Санкт-Петербурге и Пензе. По теме диссертации автором опубликованы 3 статьи общим объемом 2,8 п.л.

**Структура диссертации.**Цели и задачи, поставленные в диссертационном исследовании, определили структуру работы. Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы, приложений на 14 страницах, содержит 163 страницы текста, 20 таблиц, 5 рисунков в тексте.

## Анализ причин модернизации фондового рынка

С 1 января 1999 года финансовый рынок Франции развивается в новых экономических условиях, связанных с образованием Европейского Экономического и Валютного Союза (ЕЭВС) и введением евровалюты. Создание единого экономического пространства, отличающегося прежде всего высокой стабильностью, призвано изменить позиции Европы в международной валютной системе и способствовать развитию рынков Старого континента1. В настоящее время членами Валютного Союза являются 11 европейских стран, с населением более 300 млн. человек, в которых производится около одной четверти мирового валового продукта. Доля Франции в производимом в Европе «одиннадцати» ВВП составляет 22%, Германии 33%, Италии 18%. Таким образом, на эти три страны приходится 73% ВВП всей Еврозоны, тогда как доли прочих стран не превышают 10% (Испания 8,6%, Нидерланды 5,9%...)2.

Прежде чем перейти к изучению французского фондового рынка целесообразно рассмотреть в общих чертах структуру «европейской» финансовой системы, которая традиционно опирается на банки. Наступит ли ее трансформация под влиянием происходящего в настоящий период процесса интеграции финансовых рынков?

Сравним финансовые системы США и стран зоны евро. В приведенной выше таблице представлены данные по источникам финансирования, относящиеся к декабрю 1999 года3. Они выражены в % ВВП. В последней колонке, для облегчения сравнения, рассчитано соотношение между показателями.

Эти данные подтверждают, что «континентальная» финансовая система (Еврозона) характеризуется преобладанием банковского финансирования: банковские кредиты в Еврозоне (выраженные в % ВВП) в два раза превышают тот же показатель в Соединенных Штатах и, симметрично, объемы выпуска долговых ценных бумаг в два раза ниже, чем в США. В общем приближении это означает, что доля банковского посредничества в Еврозоне в четыре раза выше.

Действительно, соотношение между выпуском долговых ценных бумаг и банковскими кредитами составляет 0,86 в Европе и 3,39 в США. Соответственно, значение финансирования посредством выпуска ценных бумаг на рынок в Соединенных Штатах в четыре раза выше, чем в Европе.

Рассмотрим относительное значение различных типов эмитентов: основное отличие, которое бросается в глаза, касается нефинансовых организаций. В % ВВП европейские предприятия выпускают почти в 10 раз меньше долговых ценных бумаг, чем предприятия в США. Разрыв между остальными категориями существенно меньше. Во всех странах частные лица и мелкие предприятия вынуждены обращаться за финансированием в банки, тогда как финансовые институты и государственные администрации прибегают к выпуску ценных бумаг. Однако в Соединенных Штатах предприятиям открыт гораздо более широкий доступ на рынок, как долговых бумаг, так и акций. На регламентированных рынках к предприятиям-кандидатам как правило предъявляются строгие требования, в то время как на рынке краткосрочных капиталов, уже давно существующем в США, они могут свободно выпускать краткосрочные долговые обязательства (Commercial Paper). В Европе же данные инструменты получили распространение сравнительно недавно и используются предприятиями реже.

Значение фондового рынка в Соединенных Штатах окажется еще выше, если принять во внимание размеры его капитализации. При сравнении биржевой капитализации в различных странах необходимо учитывать динамику валютных курсов, которая не всегда параллельна. Однако разрыв все равно остается очень большим, т.к. стоимость акций (в % ВВП) в Соединенных Штатах в два раза превосходит их капитализацию в Еврозоне.

Еще до образования Валютного Союза Международным Валютным Фондом и Банком Международных Расчетов был проведен ряд исследований, предметом которых являлась ситуация на европейских финансовых рынках и перспективы ее развития. Все они, с незначительными отличиями, сводятся к следующему4:

1. европейские финансовые рынки являются недостаточно развитыми, что объясняет роль, играемую на них банками;

2. валютный союз будет способствовать созданию единого рынка капиталов, сравнимого с рынком капиталов в США, как по размерам, так и по уровню ликвидности;

3. следовательно, роль банков будет сокращаться, и последует реструктуризация (консолидация) банковского сектора.

Таким образом, о какой бы части финансового рынка ни шла речь, будь то рынок акций, облигаций или срочных контрактов, введение евро открывает новые возможности как для инвесторов, так и для эмитентов, упрощая доступ к рынкам капитала стран членов Валютного Союза.

Обратимся теперь к более подробному рассмотрению французского рынка ценных бумаг, являющегося неотъемлемой частью европейского рынка и играющего на нем одну из заглавных ролей. За последние пятнадцать лет финансовая система во Франции претерпела значительные изменения. В стране был осуществлен ряд реформ, основной целью которых являлось улучшение способов финансирования экономики, в том числе путем повышения роли фондового рынка и расширения сферы обращения ценных бумаг. На сегодняшний день во Франции функционирует один из самых развитых и хорошо технически оснащенных фондовых рынков в Европе.

На путь финансовой модернизации Франция вступила в начале 80-х годов. Ее необходимость была обусловлена, с одной стороны, сильной конкуренцией извне, а с другой - желанием финансовых властей ликвидировать глубочайший дисбаланс, назревший во французской экономике к 1981 году. В долгосрочном периоде, финансовые власти стремились укрепить позиции Парижа, как крупнейшего международного финансового центра.

## Классификация, эмиссия и характерные черты долговых инструментов

Согласно закону "О модернизации финансовой деятельности" от 2 июля 1996 года47 под финансовыми инструментами понимают:

- Акции и другие ценные бумаги, удостоверяющие право их держателя на долю в конкретной собственности предприятия или участие в управлении предприятием.

- Долговые ценные бумаги, представляющие собой долговые обязательства юридического лица их выпустившего.

- Паи или акции институтов коллективного инвестирования.

- Производные финансовые инструменты: фьючерсные контракты, опционы, варранты.

Финансовые инструменты могут эмитироваться только государством или юридическими лицами. Отметим, что во французском законодательстве не дается исчерпывающего определения ценных бумаг (valeurs mobilieres). Официальные власти в трактовке термина «ценные бумаги», используемого в законодательных или описательных документах, обычно предпочитают высказываться по поводу определенных случаев, а не ищут всеобъемлющего определения.

Традиционно рынок облигаций во Франции развит больше, чем рынок акций. Во французском законодательстве облигация определяется как эмиссионная обращающаяся ценная бумага, которая дает держателю право на получение от эмитента номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента в предусмотренный срок. Основу этого рынка составляют государственные облигации, а также облигации государственных компаний.

На французском фондовом рынке обычно различают три категории эмитентов:

- государство,

- предприятия государственного сектора, регионы и муниципалитеты,

- предприятия частного сектора.

Государство выступает крупнейшим эмитентом на рынке облигационных займов. Рост бюджетного дефицита в течение последних лет способствовал тому, что в целях его финансирования государство все больше прибегает к рынку капиталов. Долгосрочные государственные облигации являются на сегодняшний день основным и самым популярным инструментом французского фондового рынка.

Кроме правительственных казначейских облигаций во Франции обращаются облигации, выпускаемые предприятиями различных правовых форм собственности, банками и финансовыми учреждениями.

Предприятия государственного сектора представляют вторую по значимости группу эмитентов долговых ценных бумаг. Они прибегают к облигационным эмиссиям либо в целях финансирования своих инвестиционных программ, либо в целях реструктуризации своего долга, т.е. для получения долгосрочных финансовых ресурсов, которые государство, являющееся акционером, не может им предоставить.

Облигации государственных предприятий выпускают примерно 20 эмитентов48. Их относят к эмитентам первой категории. В настоящее время во Франции в обращении находится три основных типа этих облигаций:

- Государственные коммунальные облигации, в основном Национальной ассоциации железных дорог (SNCF), энергетической (Electricite de France-Gaz de France), угледобывающей (Charbonnage de France) и Парижского метро (RATP);

- Облигации региональных и муниципальных финансовых агентств, в основном компании Credit Local и ее дочерней FLORAL;

- Облигации ряда финансовых институтов, в частности специализированные Credit Fonder de France; Credit d equipement des PME; Credit Nationalra также крупнейшие национальные кредитные учреждения, среди которых Caisse Nationale de Credit Agn cole, la Banque Frangaise du Commerce Exterieur и прочие национализированные банки.

Коммуны, департаменты, регионы, а также их объединения, получили прямой доступ на рынок капиталов после выхода в свет закона "О правах и свободах коммун, департаментов и регионов" от 2 марта 1982 года. Они производят эмиссию облигационных займов индивидуально или объединяясь между собой. Классическими примерами таких эмиссий являются облигационные выпуски регионов lle-de-France и Ville de Pans. Эпизодически на рынке появляются выпуски и других регионов, при условии, что они способны самостоятельно обеспечить и поддерживать их ликвидность.

## Инвесторы и условия инвестирования капитала на фондовом рынке

В каждой стране круг участников фондового рынка определяется государством. Во Франции оно устанавливает несколько категорий его участников. В их число входят многочисленные инвесторы и профессиональные посредники92.

Предложение на рынке капиталов во Франции обеспечивается различными видами инвесторов, среди которых различают три основные группы: индивидуальные инвесторы, корпоративные инвесторы (предприятия) и институциональные инвесторы.

Категории частных инвесторов во Франции присущи следующие основные характеристики:

- на долю частных инвесторов приходится около 50% валовых инвестиций в ценные бумаги (французские или иностранные);

- основная масса инвестиций осуществляется лицами в возрасте более 55 лет. На эту возрастную группу приходится 75% ценных бумаг, удерживаемых частными инвесторами;

- с возрастом инвесторы начинают отдавать предпочтение облигациям в ущерб акциям;

- сбережения в ценных бумагах отличаются высокой степенью концентрации: в настоящее время открыто от 12 до 13 млн. счетов по ценным бумагам, но 50% активов приходится лишь на 1 % фондовых портфелей.

Число индивидуальных инвесторов на рынке облигаций сегодня свыше 2 миллионов человек (2,4 млн. чел. на 31 декабря 1997 года). Им принадлежит около 20% облигационных портфелей, остальные сбережения обычно инвестируются через институты коллективного инвестирования .На рынке акций, число индивидуальных акционеров резко возросло в результате приватизации 1986-1988 годов. В конце 1987 года оно составило около 9млн. человек. В 1997 году приватизация компании France Telecom также способствовала увеличению числа индивидуальных акционеров.

На сегодняшний день во Франции насчитывается более 5 млн. индивидуальных держателей акций и на их долю приходится более 10% биржевой капитализации Парижского рынка94. Необходимо отметить, что каждая волна, связанная с увеличением числа индивидуальных портфелей, заканчивается в средне- и долгосрочном периодах оттоком этих сбережений из рук индивидуальных акционеров в портфели институтов коллективного инвестирования.

Говоря об индивидуальных инвесторах нельзя оставить без внимания распространенную во Франции форму инвестирования, связанную с участием работников предприятия в его акционерном капитале. Ее основной задачей является заинтересовать работников в финансовых результатах предприятия. С этой целью, на подобие выпускаемых в Соединенных Штатах "stock-options", в 1970 году во Франции предприятиям был разрешен выпуск опционов на подписку или покупку акций, получивший название "stock-option plan". Он позволяет работникам предприятия осуществить подписку или купить на привилегированных условиях акции своего предприятия или другого предприятия, входящего в группу.

Принцип этого метода состоит в следующем: после разрешения, полученного на общем собрании акционеров, совет директоров предлагает всему персоналу предприятия или отдельной его части опцион на подписку или покупку акций по фиксированной цене, которая не может быть изменена в течение срока действия опциона. На практике опцион будет использован только в случае роста курсовой стоимости акций.

Опционы являются новой формой вознаграждения работников предприятия, рассчитанной на долгосрочную перспективу и позволяющей их участие в финансовых результатах работы предприятия, а также способствующей росту их заинтересованности в совершенствовании управления предприятием.

В целом надо отметить, что доля индивидуальных акционеров, особенно тех, кто владеет диверсифицированными портфелями, остается пока незначительной; число эмиссий, на которые производилась подписка, ограничено (чаще всего она осуществлялась по случаю приватизации предприятий); срок, в течение которого акции принадлежат индивидуальным акционерам, обычно непродолжителен; наконец, как уже отмечалось, держателями финансовых активов выступают в основном лица пожилого возраста.