Калинина Лариса Павловна. Рынок корпоративных ценных бумаг как механизм мобилизации капитала : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 177 c. РГБ ОД, 61:00-8/1898-X

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. РОССИЙСКИЙ РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ: СУЩНОСТЬ И ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ.

1.1. Рынок корпоративных ценных бумаг и его функции 11

1.2. Основные способы мобилизации капитала посредством рынка корпоративных ценных бумаг 21

1.3. Российский рынок ценных бумаг как развивающийся рынок 40

Глава II. РЕЗЕРВЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРА ТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ.

2.1. Способы повышения инвестиционной привлекательности ценных бумаг отечественных предприятий 59

2.2. Меры по привлечению инвесторов на рынок корпоративных ценных бумаг 77

2.3. Перспективы совершенствования механизма обращения корпоративных ценных бумаг 99

Заключение

Приложения

Список литературы

**Введение к работе**

В результате приватизации государственных предприятий и развития института частной собственности, в России, как и в других странах с рыночной экономикой, сформировался рынок корпоративных ценных бумаг: появились различные виды фондовых ценностей (акции, облигации, векселя, производные инструменты и т.д.); определились основные участники рьшка ценных бумаг (эмитенты, инвесторы, финансовые посредники); сформировались ключевые элементы рыночной инфраструктуры (биржи, внебиржевые организаторы торговли, регистраторы, депозитарии, саморегулируемые организации профессиональных участников фондового рынка и др.)

За относительно непродолжительное время в развитии отечественного рынка корпоративных ценных бумаг по некоторым показателям (капитализация рынка, объемы сделок с ценными бумагами, показатели индексов и др.) были достигнуты высокие результаты, что позволило некоторым специалистам считать российский фондовый рынок лучшим из развивающихся.1

Вместе с тем, кризис августа 1998 г. показал незрелость российского рынка ценных бумаг, его несостоятельность: стало ясно, что причиной бурного развития рынка явилась спекулятивная составляющая, в то время как основная функция рынка корпоративных ценных бумаг - перевод денежных средств из сферы накопления в сферу производства — практически не выполнялась.

В результате кризиса выявились такие недостатки российского рынка ценных бумаг, как гипертрофированное соотношение доли государственных и корпоративных ценных бумаг (ни на одном фондовом рынке соотношение реальных объемов и оборотов государственных и корпоративных ценных бумаг не достигало 11: 1, как это происходило на российском рынке, в то время как по всем фондовым рынкам мира, данное соотношение составляет примерно 0.7-0.9: 1) ; неоправданно высокая доля крупных пакетов акций в капиталах эмитентов; не заинтересованность отечественных эмитентов в выходе на финансовый рынок; неиспользование возможностей рынка по привлечению капиталов под инве

стиции; слабая вовлеченность в работу на рынке ценных бумаг отечественных частных инвесторов, чрезвычайно большая доля иностранных инвестиций на российском фондовом рынке.

Таким образом, вместо эффективного рынка долгосрочных инвестиций, основанного, в первую очередь, на внутреннем спросе, в России сформировался спекулятивный, незначительный по объемам, с подавляющим преобладанием иностранных инвесторов рынок ценных бумаг, не дающий возможности привлекать масштабные средства на рынке капиталов для финансирования инвестиций.

Российский рынок корпоративных ценных бумаг оказался маломощным и мало связанным с реальным сектором, что предопределило его неспособность противостоять политическим и экономическим катаклизмам как собственно российским, так и мировым, обеспечить выживание в сложных финансовых условиях. Массовый, в короткие сроки, уход иностранных инвесторов с российского рынка акций, доля которых, по приблизительной оценке, составляла 60-65%1, резкое падение курсов акций были той внешней силой, которая окончательно вывела из равновесия в 1997-1998гг. расстроенные государственные финансы и банковскую систему, вызвала масштабный отток иностранного капитала с рынка государственных ценных бумаг, взрыв спроса на иностранную валюту и резкое обесценение рубля.

Таким образом, российский фондовый рынок стал детонатором финансовой катастрофы в России.

В сложившихся условиях, как было отмечено на Первом Всероссийском совещании по рынку ценных бумаг и срочному рынку в декабре 1998г., 2 профессиональное сообщество видит свои приоритеты в том, что финансирование инвестиций в реальный сектор посредством российского рынка ценных бумаг, привлечение на эти цели не спекулятивных отечественных и иностранных капиталов должно стать важнейшим источником нового промышленного подъема. Именно в этом истинное предназначение рынка ценных бумаг - не только спекуляции, не только покрытие дефицита бюджета, не только перераспределение собственности, но еще и создание финансового механизма для осуществления инвестиций, для выживания и обновления промышленности.

За последнее время проведено много аналитических исследований, содержащих анализ сложившейся ситуации на рынке корпоративных ценных бумаг, а также прогнозы развития рынка в целом. Теоретической основой этих работ стали труды таких специалистов в области рынка ценных бумаг, как Акелис С, Демарк Томас Р., Мерфи Джон Дж. (школа технического анализа), Гитман Л., Гордон М., Маркович Д., Шарп У. (фундаментальное направление).

По мере роста интереса к развивающимся рынкам, появились работы, касающиеся анализа особенностей их возникновения и функционирования. В этом направлении следует отметить монографии и статьи известных специалистов в области развивающихся рынков Мобиуса М., Сороса Дж., Фабера М., Фишера П.

Теоретическим вопросам исследования сущности фондовых ценностей были посвящены работы отечественных ученых начала века -Агарков М.М., Брауде И., Каминка А.И., Петражицкий Л.И. и др. Проблемам исследования финансового капитала посвящены работы Гильфердинга Р.

В советский период, когда рынок ценных бумаг практически не существовал, данная тема была забыта вплоть до середины 80-х годов.

С началом рыночных преобразований интерес к рынку ценных бумаг был восстановлен. Благодаря появлению работ Алексеева М.Ю., Алехина Б.И., Ко-ланькова А.В., Миркина Я.М., Мусатова В.Т., Фельдмана А.А. была обоснована необходимость возрождения и развития фондового рынка и использования его потенциала для реформирования российской экономики. Наряду с анализом проблем отечественного рынка ценных бумаг, изучался опыт зарубежных фондовых рынков. В этой связи, следует отметить исследования Драчева С.Н., Рубцова Б.Б. и др. Особое внимание уделялось вопросам правовой регламентации функционирования рынка ценных бумаг в работах Белова В.А., Белялова А.З., Крашенинникова Е. М.

К 1996 г. сформировались правовые, экономические, организационные основы для развития отечественного рынка ценных бумаг, в том числе: приняты федеральные законы, формирующие нормативную правовую основу рынка; изданы ряд указов Президента Российской Федерации и постановлений Правительства РФ, что способствовало быстрому развитию фондового рынка.

В итоге, рынок ценных бумаг в России получил законодательное признание, появился первый опыт и первые проблемы. Вопросам разрешения этих про

блем посвящены многие публикации в отечественной аналитической периодической печати. В статьях таких авторов, как Васильев Д., Волкова К., Гальперин А., Гафуров С, Грабарник В., Карпиков Е., Кафиев Ю., Миловидов В., Миль-чакова Н., Ованесов А., Тарачев В., и др. рассматриваются различные аспекты функционирования отечественного рынка ценных бумаг.

В последнее время, в связи с разразившимся кризисом, все большее количество аналитиков обращаются к проблеме привлечения прямых инвестиций отечественными предприятиями-эмитентами. В сложившихся условиях, когда фондовый рынок по основным показателям (капитализация, объемы торговли, ликвидность) в своем развитии отброшен на несколько лет назад, прямые инвестиции являются единственным реальным способом мобилизации необходимых финансовых ресурсов для проведения структурных преобразований российских предприятий.

Таким образом, в условиях выхода из кризиса, необходимость привлечения инвестиций в реальный сектор для модернизации экономики и ее дальнейшего развития, с одной стороны, и предназначение рынка корпоративных ценных бумаг по созданию механизма мобилизации финансовых ресурсов, с другой стороны, обусловили выбор темы диссертации и определили круг рассматриваемых в ней проблем. Автор, в виду ограниченных размеров диссертационного исследования, новизны и сложности проблемы, не ставит своей задачей дать ответы на все вопросы, связанные с функционированием отечественного рынка корпоративных ценных бумаг. Однако по ряду направлений удалось выйти на конкретные рекомендации.

Целью диссертационной работы является анализ экономической сущности рынка корпоративных ценных бумаг как механизма мобилизации финансовых ресурсов, особенностей его формирования и функционирования в России и проблем использования потенциала фондового рынка для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Указанная цель определила основные задачи исследования:

- на основе анализа места и роли фондового рынка в системе экономических отношений, обозначить основные функции рынка ценных бумаг;

- рассмотреть основные способы мобилизации финансовых ресурсов посредством рынка корпоративных ценных бумаг,

- раскрыть возможности использования различных фондовых инструментов на российском рынке ценных бумаг;

- проанализировать особенности российского рынка ценных бумаг как развивающегося рынка, его способность осуществлять функцию мобилизации капитала;

- выявить способы повышения инвестиционной привлекательности корпоративных ценных бумаг отечественных предприятий-эмитентов;

- рассмотреть возможности создания благоприятного инвестиционного климата с целью привлечения потенциальных инвесторов на рынок корпоративных ценных бумаг;

- провести анализ основных инфраструктурных рисков на российском фондовом рынке и способов их снижения и устранения.

Объектом исследования выступает российский рынок корпоративных ценных бумаг, являющийся одним из сегментом финансового рынка.

Предметом исследования является механизм мобилизации финансовых ресурсов посредством рынка корпоративных ценных бумаг. Последний рассматривается с точки зрения его способности удовлетворять потребности страны в инвестициях для реорганизации экономики.

Методологической основой данной диссертации являются гносеологические и теоретические положения (в диалектическом срезе) современной экономической науки, аналитические исследования отечественных и зарубежных экономистов в области развития рынка ценных бумаг, сущности фондовых ценностей, формирования спроса и предложения на вышеуказанном рынке, а также финансовые исследования, посвященные механизмам осуществления инвестиций.

Эмпирическим базисом данного исследования являются Законы Российской Федерации, принятые Государственной Думой, Указы Президента РФ по вопросам функционирования и регулирования рынка ценных бумаг, постановления и указания Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации, материалы Национальной ассоциации участников фондового рынка, Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев, данные Российской торговой системы, Московской Межбанковской Валютной Биржи, материалы специализированной периодической печати.

Научная новизна исследования. Автор диссертации предпринял попытку комплексного анализа функционирования российского рынка корпоративных ценных бумаг с точки зрения его способности осуществлять мобилизацию временно свободных финансовых ресурсов и обеспечивать их перевод из сферы накопления в сферу производственного применения. В частности, автором получены следующие результаты, характеризующие научную новизну диссертационной работы:

- на основе анализа статистической информации, в диссертации впервые вьщелены и обоснованы три фазы в современном развитии российского рынка корпоративных ценных бумаг как рынка развивающегося: нарастающая фаза (нарастание рынка в результате недооцененности ценных бумаг, приобретаемых фактически без разбора и анализа как крупными, так и мелкими инвесторами); очищающая фаза (очищение рынка от большого числа мелких брокеров и инвесторов, усиление позиций крупных институциональных инвесторов, а также увеличение вкладов в крупные инвестиционные фонды); селективная фаза (высокая степень селективности в выборе объектов инвестирования, проявление интереса инвесторов не к рынку вообще, а к конкретным инструментам конкретного эмитента);

- в работе доказано, что в сложившейся экономической ситуации основным условием повышения инвестиционной привлекательности российских корпоративных ценных бумаг является реструктуризация отечественных предприятий-эмитентов. В отличие от существующих подходов к определению содержания понятия «реструктуризация», выделяющих такие ее компоненты, как финансовая и производственная реструктуризация, в качестве обязательного элемента реструктуризации рассматривается комплекс мер под названием Investor relations (введение системы возбуждения иска представителями акционеров против менеджеров компании, чьи действия наносят ущерб компании; введение системы акционерного опциона; использование информационных каналов и публичной коммуникационной деятельности для достижения требуемой ответной реакции инвесторов);

- в связи с недостаточной ликвидностью корпоративных ценных бумаг большинства отечественных предприятий-эмитентов, в работе предложена схема участия органов административного управления в регионах по выполнению

ими функций гаранта, обеспечивающего возможность успешного выхода инвесторов из инвестиционного проекта в определенный момент времени;

- на основе анализа структуры сбережений населения, и предпочтений инвесторов в выборе объектов инвестирования, обоснован вывод о необходимости развития принципиально новых финансовых услуг, повышающих привлекательность продуктов институтов коллективного инвестирования, (совмещение получения дохода от инвестиций с возможностью оперативного изъятия денежных средств; использование дебиторских карточек и совершение платежей по фактически инвестиционным счетам), что позволит инвесторам сохранить сбережения в ликвидной форме и получить дополнительный доход;

- в условиях отсутствия государственной и взаимной систем страхования инфраструктурных рисков, предложен механизм учета и перехода прав собственности на корпоративные ценные бумаги, при котором ответственность и риски оптимально распределяются в рамках учетной системы в соответствии с возможностями ее участников.

Практическая значимость исследования состоит в определении и систематизации факторов, влияющих на выполнение российским рынком корпоративных ценных бумаг функции мобилизации финансовых ресурсов и их перевод из сферы накопления в сферу производственного применения.

Исследования и выводы данной диссертационной работы могут быть использованы российскими предприятиями-эмитентами при решении финансовых и организационных задач, связанных с привлечением инвестиций.

Изучение особенностей функционирования отечественного рынка корпоративных ценных бумаг способствует разработке адекватной нормативно-правовой и налоговой базы, регламентирующей деятельность участников фондового рынка.

Результаты диссертационного исследования применимы для совершенствования структуры курса экономической теории в финансовых вузах и учреждениях по переподготовке специалистов.

Использование систематизированной информации и выводов, сформулированных в настоящей диссертации, могло бы способствовать процессу привлечения как внутренних, так и внешних инвестиций в реальный сектор российской экономики с учетом нынешних экономических приоритетов.

Апробация работы. Основные положения диссертации, ее выводы излагались автором на научно-практических конференциях в Национальном институте бизнеса, г. Москва, 1999 г. Автором были даны конкретные рекомендации для отдела ценных бумаг МКБ «МАК-банк». Основные положения работы были использованы при подготовке учебного пособия «Рынок корпоративных ценных бумаг» объемом 2 п.л.

## Рынок корпоративных ценных бумаг и его функции

Как известно, участниками современных экономических отношений являются субъекты с различным имущественным состоянием. Равновесная финансовая позиция означает, что доходы и расходы субъекта равны между собой; при избыточной финансовой позиции доходы превосходят расходы, а собственные сбережения больше собственных инвестиций; дефицитная финансовая позиция образуется в условиях превышения расходов над доходами и инвестиций над сбережениями. В результате, часть субъектов рыночных отношений испытывают потребность в займах вследствие того, что собственное финансовое положение не позволяет сделать дополнительные инвестиции, создавая тем самым спрос. Другая же часть имеет возможность предоставлять кредиты, поскольку располагает запасом относительно небольших неинвестированных средств, которые можно отдать на определенных условиях субъекту с дефицитной финансовой позицией, осуществляя предложение.

В подобных условиях, рынок ценных бумаг является той структурой, которая позволяет двум хозяйствующим субъектам с различными финансовыми позициями осуществить перевод денежных средств. По мнению Алехина Б.И., «задача рынка ценных бумаг - обеспечить возможно более полный и быстрый перелив сбережений в инвестиции по цене, которая бы устраивала обе стороны». Другими словами, «задача рынка ценных бумаг - это посредничество в движении денежных средств от их владельцев (инвесторов) к тем, кто в них нуждается - к эмитентам».2

Перевод сбережений в инвестиции осуществляется путем выпуска субъектами с дефицитной финансовой позицией (эмитентами) различных видов фондовых инструментов - ценных бумаг, которые предлагаются субъектам с избыточной финансовой позицией (инвесторам) взамен на предоставляемые ими денежные средства.

Согласно определению Алексеева М.Ю., «рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения, так и отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов (ценных бумаг), которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и погашаться».1

Принято считать, что ценные бумаги, обращаясь на собственном рынке, являются товаром особого рода. По мнению специалистов, их специфика состоит в следующих основных характеристиках:

доходность - ценные бумаги способны приносить доход их держателям в виде процентов и дивидендов, а также в результате роста их курсовой стоимости, в этом состоит их потребительская стоимость;

однородность - ценные бумаги различаются только по доходу, который они способны приносить, при этом инвесторы стремятся вкладывать свой капитал в те ценные бумаги, которые принесут в будущем наибольший доход, учитывая такие факторы, как безопасность и рост вложений, а также ликвидность на вторичном рынке;

ликвидность - ценные бумаги имеют способность быть быстро проданными и превращенными в денежные средства без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию, если рынок отказывается признавать ликвидность ценной бумаги, она теряет свои сущностные черты и перестает быть таковой, т.е., теряет свою ценность;

универсальность - ценные бумаги приносят доход, который можно использовать в будущем для удовлетворения любых потребностей, либо отложить их удовлетворение на некоторый срок, в то время как потребительские товары удовлетворяют конкретные текущие потребности;

возможность существования без материального воплощения - в бездокументарной форме.

Современные экономические связи обслуживаются великим множеством ценных бумаг. Как известно, существуют различные способы их классификации: по способу подтверждения, фиксации и передачи прав (именные, предъявительские, ордерные); в зависимости от их роли в осуществлении имущественных и неимущественных прав (первичные и производные); по характеру отношений, фиксируемых ценной бумагой (долговые и долевые) и т.д.

## Основные способы мобилизации капитала посредством рынка корпоративных ценных бумаг

Осуществляя мобилизацию финансовых ресурсов посредством рынка ценных бумаг, предприятия-эмитенты могут а) аккумулировать временно свободные денежные средства путем формирования собственного капитала (выпуск долевых ценных бумаг - акций), б) привлечь заемный капитал, эмитируя долговые ценные бумаги (как долгосрочные - облигации, так и краткосрочные - векселя, различные товарораспорядительные ценные бумаги).

В настоящее время в корпоративном секторе российского рынка ценных бумаг обращается ограниченный круг финансовых инструментов, в первую очередь, акции отечественных предприятий-эмитентов.

Как известно, акции выражают отношения совладения, а акционеры выступают собственниками корпорации: «в классической форме акция является титулом собственности, т.е. ее владелец является собственником части компании, имеет право на часть чистой прибыли после уплаты налогов и участие в управлении компанией (в основном, путем выбора директоров и голосования по принципиальным вопросам)»1.

Некоторые экономисты считают акцию титулом собственности на действительный капитал, другие - титулом собственности на доход.2 В действительности, у акционера есть право на реальный доход, но нет права на реальный капитал, т.е. на вложений в дело пай. Право на капитал формально, оно выражается в статусе акционера как совладельца предприятия. На наш взгляд, можно говорить об акциях как о титуле собственности на действительный капитал только в том случае, если их количество позволяет реально воздействовать на ход производства, т.е. распоряжаться действительным капиталом, а также распределением прибыли. В противном случае, по мнению известного русского юриста и экономиста Петражицкого Л.И., «акция есть не удостоверение или воплощение... участия в предприятии, а самостоятельная ценная бумага, столь же отличная по существу своему, по родовым своим признакам от документа участия в предпри-ятии, как и облигация (и другие процентные бумаги)».

Думается, более правильным будет говорить об акциях как о титуле собственности на права, которые получает инвестор взамен передаваемого корпорации капитала (участие в управлении корпорацией, получения дохода в виде дивидендов и роста курсовой стоимости акций, преимущественное право на приобретение акций новых выпусков и т.д.)

Опыт привлечения финансовых ресурсов в акционерные общества выработал большое количество разновидностей акций, которые удовлетворяют самые различные запросы инвесторов.1 Наиболее традиционным является деление акций на две группы - обыкновенные и привилегированные. Для предприятий эмиссия привилегированных акций может быть более предпочтительным способом мобилизации капитала, нежели выпуск обыкновенных акций, поскольку позволяет привлечь финансовые ресурсы на безвозвратной основе, не изменяя при этом структуру собственности в корпорации.

Для инвесторов владение акциями, как обыкновенными, так и привилегированными, сопряжено с риском и ответственностью. Риск акционера заключается в отсутствии гарантий получения фиксированных дивидендов от деятельности акционерного общества, в потенциальной возможности обесценения сбережений, вложенных в акции, или даже полной их потери. Ответственность акционера связана с невозможностью требовать от акционерного общества возврата средств, внесенных при покупке акций.

В России, вследствие массовой приватизации, в результате которой государственные предприятия были преобразованы в акционерные общества, обыкновенные акции занимают главенствующую роль на рынке корпоративных цен-ных бумаг. По нашему мнению, это объясняется несколькими причинами.

## Способы повышения инвестиционной привлекательности ценных бумаг отечественных предприятий

Как было определено ранее, одна из основных задач рынка корпоративных ценных бумаг - привлечение в сферу производства временно свободных денежных средств путем выпуска и размещения различных фондовых ценностей.

Особенностью формирования российского рынка корпоративных ценных бумаг стало то, что его зарождение и развитие происходило в условиях проведения приватизации государственной собственности, вследствие чего обозначенная функция практически не выполнялась: приватизируемые предприятия, как правило, реальных денежных средств за размещаемые акции не получали. Вместе с тем, привлечение капитала в результате проведения новых эмиссий в то время практически не производилось (в 1994 году только 3.23% акционерных обществ осуществили вторичные эмиссии)1, что объяснялось следующими причинами:

ментальные: неверие в возможность успеха новых эмиссий в ситуации общей экономической неопределенности и часто меняющихся условия хозяйствования, надежда на возобновление субсидирования со стороны государства; организационные: инвестиционные посредники проявили низкую активность в отношении участия в осуществлении вторичных эмиссий, поскольку в наличии были более привлекательные возможности получения прибыли (в основном - спекулятивные операции);

финансовые: подготовка новых эмиссий занимает длительное время и требует значительных затрат (оплата услуг андеррайтера, юристов, аудиторов и др.), причем затраты на выпуск акций, как и оплата эмиссионного налога, должны быть сделаны до начала размещения, что в условиях инфляции делало выпуск еще дороже и менее эффективным. В результате действия вышеперечисленных факторов, на начало 1995 г. большинство акционерных обществ имели одну, т.е. приватизационную или учредительскую эмиссию, а проблема привлечения необходимых денежных средств, в условиях высокой инфляции, успешно решалась путем получения кредитов в коммерческих банках.

Важным препятствием на пути осуществления вторичных эмиссий стала, также, боязнь «разводнения» капитала. Так, в ходе приватизации контроль над большинством предприятий оказался у администрации и внутренних акционеров

- работников предприятия: среди крупных предприятий в 58% обществ доля ак ций в собственности внутренних инвесторов составила более 51%, а в 83% об ществ - более 30% . Вместе с тем, начавшийся процесс пострприватизационно- го перераспределения собственности посредством использования инструмента рия рынка корпоративных ценных бумаг (агрессивная, либо «согласованная» скупка различных по размеру пакетов акций на вторичном рынке - у работников, инвестиционных институтов, брокеров, банков; лоббирование конкретных сде лок с пакетами акций, оставшихся у федеральных и региональных властей - ос таточная приватизация, доверительное управление; добровольное или админист ративно-принудительное вовлечение в холдинги или финансово-промышленные группы) создавал реальную опасность сложившейся в процессе приватизации структуре собственности в акционерных обществах. В подобных условиях новые собственники, боясь подвергать риску свои позиции, не были заинтересованы не только в дополнительных выпусках, но и в развитии рынка уже эмитированных ценных бумаг, что проявилось в следующем:

- отставание в развитии инфраструктуры (нежелание передавать реестры реально независимым регистраторам, неприятие института номинальных держателей);

- массовые нарушения прав акционеров, особенно мелких и внешних; низкий уровень информационной прозрачности (нежелание менеджеров раскрывать информацию об акционерном обществе, а профессиональных участниках рынка - о конкретных поручениях клиентов, консолидирующих пакеты акций);

несоответствие принципов бухгалтерского учета и отчетности международным стандартам;