Розанова Ольга Анатольевна. Роль государственного регулирования на финансовом рынке России : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2000 138 c. РГБ ОД, 61:01-8/1047-7

**Содержание к диссертации**

Введение

I. Становление финансового рынка России 8

1.1. Структура финансового рынка 8

1.2. Участники финансового рынка России 26

1.3. Роль государства в становлении финансового рынка 32

II. Государственное регулирование финансового рынка 44

2.1. Регулирование и саморегулирование финансового рынка 45

2.2. Оценка эффективности регулирования финансового рынка 53

2.3. Рынок государственного долга на примере ГКО-ОФЗ 85

III. Проблема совершенствования финансового рынка 101

3.1. Новые инструменты финансового рынка 101

3.2. Повышение эффективности государственного регулирования 109 рынка

3.3 Оптимизация государственного участия на финансовом рынке 111

3.4. Приоритеты срочности государственных обязательств. Предел 119

"долговой экономики"

Заключение 131

Библиографический список литературы 136

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Частью интеграционного процесса России в мировое экономическое сообщество является развитие финансового рынка как внутри страны, так и за рубежом. Именно то, как функционируют финансовые рынки и перераспределяются денежные ресурсы в экономике, и является рычагом экономического развития страны.

Роль государства в управлении и регулировании финансового рынка необычайно велика. Кризис 1998 года произошел во многом из-за неотработанной, несогласованной и неэффективной денежно-кредитной государственной политики. Противостояние некоторых государственных институтов (например, в 1997 году Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и Банка России) порождает абсурдные ситуации, урегулирование которых требует вмешательства Правительства страны.

Государственная политика в регулировании финансового рынка представляет из себя синтез политико-экономического, институционального и правового аспектов деятельности государства. Основное внимание в работе, по мнению автора, следует уделить правовому аспекту государственной деятельности. Нормативно-правововые акты, по которым существует финансовый рынок, далеко не совершенны. Это и возможность ущемления прав акционеров, и незащищенность капитала, и безнаказанность за нарушение законов, как со стороны государства, так и со стороны других участников рынка, слабость судебной власти, высокое налоговое бремя. Этим объясняется и высокий политический риск страны в целом. В России возник вначале фондовый рынок, а лишь потом возникли институты, которые должны регулировать его. Деятельность институтов государственной власти не всегда носит конструктивный характер: противостояние государственных ведомств, дублирование функций друг друга, принятие нормативных актов, которые не могут быть исполнены по причине их противоречий действующим законам и нормативным актам других регулирующих ведомств. Снятие с себя государственными органами ответственности за негативные последствия своих действий наносит урон престижу, и как следствие, экономическому развитию страны.

Последствия кризиса 1998 года оказались тяжелыми для всех участников финансового рынка России: для всех без исключения держателей государственных ценных бумаг, как российских, так и зарубежных, для банков, которые имели форвардные валютные контракты, для некоторых торговых систем, которые торговали производными инструментами на валюту и государственные бумаги. Главный итог кризиса - потеря доверия к институту государственного долга и к государству как к заемщику. Фондовый рынок и финансовый рынок в целом в том виде, в котором он существовал, не оправдал надежд стратегически важной отрасли экономики. В этой связи требуется пересмотр и оптимизация всего арсенала методов государственного воздействия на финансовый рынок с целью повышения его устойчивости.

В мировой практике накоплен значительный теоретический и практический потенциал в области государственного регулирования финансового рынка и предотвращения последствий кризисных явлений. В силу короткого срока существования рыночных отношений в России многие теоретические положения не нашли воплощения в реальной практике взаимодействия регулирующих государственных структур. Вопросам регулирования финансового рынка в России посвящены работы отечественных авторов М. Алексеева, А. Шебалина, и других.

В современных условиях посткризисного периода для России как никогда необходима разработка научно-обоснованной, взвешенной, долгосрочной политики государственного регулирования всех сфер рыночных отношений, возникающих в процессе функционирования финансового рынка.

Предметом исследования выступает государственная политика на российском финансовом рынке, который рассматривается по сегментам: рынок ценных бумаг, валютный и кредитный рынки.

В качестве объекта данного исследования выбраны экономические отношения субъектов финансового рынка России. Причиной выбора объекта исследования является недостаточность комплексного подхода к проблеме государственного регулирования финансового рынка России с учетом специфического правового и экономического поля, применительно к текущей экономической ситуации.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является определение теоретических и практических предложений по совершенствованию регулятивных функций государства на финансовом рынке России.

Достижение поставленной в работе цели потребовало постановки и решения следующих задач:

• исследование структуры финансового рынка в России в совокупности составляющих его сегментов: рынка ценных бумаг, валютного и кредитного рынков;

• исследование структуры участников финансового рынка России;

• исследование роли государственных регулирующих институтов в международной и российской практике;

• анализ эффективности деятельности государственных институтов в процессе регулирования финансового рынка России;

• выявление взаимосвязи регулирования финансового рынка на макро- и микроуровне;

• научное обоснование перспективных направлений развития в области государственного регулирования финансового рынка;

• анализ срочности государственных обязательств и выявление "предела долговой экономики";

• разработка предложений по оптимизации государственного участия на финансовом рынке России.

Методологическая и теоретическая основа исследования.

Теоретической и методологической базой исследования послужили законодательные и подзаконные акты органов государственной власти, регулирующие финансовый рынок России. Научным инструментарием исследования с учетом его специфики стали методы системного, фундаментального и сравнительного анализа. В работе над диссертацией автор широко опирался на труды российских ученых в области регулирования финансовых рынков: М. Алексеева, С. Глазьева, Г.Грефа, М. Делягина, Я. Миркина, И. Погосова, В. Сенчагова и др., а также зарубежных: Д. Сороса, Д. Стиглица и др. Информационной базой исследования послужили принимаемые в разное время императивные и диапозитивные нормы регуляторов российского рынка, информационные отчеты крупнейших участников финансового рынка (Московской Межбанковской Валютной Биржи, Российской торговой системы), Банка России, Государственного комитета по статистике, Министерства Финансов, Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Научная новизна диссертационного исследования: представлен системный подход для решения проблем взаимодействия всех субъектов финансового рынка, как регулирующих государственных институтов, так и организаторов торговли, объединений субъектов и рядовых субъектов рынка с учетом происходящих преобразований в экономике России.

В рамках исследования сформулированы и представлены некоторые новые методологические подходы, положения и выводы:

• научно обоснованы перспективные направления развития в области государственного регулирования финансового рынка: стимулирование мотиваций вложений инвесторов в российскую экономику посредством фондового рынка, с использованием рычагов налогового стимулирования; усиление позиций российских инвесторов перед иностранными; стимулирование прямых, а не спекулятивных иностранных инвестиций, сохранение "инфляционно-курсовой паузы" на валютном рынке до тех пор, пока реальный сектор не предъявит достаточный для абсорбции «валютной» эмиссии спрос на рубли, увеличение монетизации экономики;

• на анализе срочности государственных обязательств представлен предел "долговой экономики", который рассчитывается на основе сравнений темпов роста государственного долга и ВВП;

• разработан механизм государственного регулирования по оптимизации действий на финансовом рынке с целью передачи части регулирующих функций на уровни вниз, увеличения доли в регулировании финансового рынка саморегулируемых организаций при одновременном совершенствовании механизма финансового надзора;

• предложены меры по совершенствованию института участников финансового рынка, направленные на развитие институциональных инвесторов, развитие и воспитание цивилизованного института частных инвесторов, оздоровление банковской системы;

• представлены новые методологические подходы по урегулированию проблем валютного рынка в части неисполненных после дефолта 1998 года форвардных валютных контрактов посредством механизма коллективного исполнения обязательств на паритетной основе;

• обоснована необходимость реструктуризации Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг и создания в ее структуре подразделения, отвечающего за долгосрочную политику восстановления фондового рынка, определены первоочередные тактические задачи такого подразделения;

• разработаны рекомендации по повышению эффективности инструментария фондового рынка, а именно, корпоративных облигаций, товарораспорядительных ценных бумаг, ценных бумаг нерыночных займов и инфляционно-индексируемых ценных бумаг в части законодательных изменений их обращения, налогообложения, сроков и стоимости заимствования. Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что она позволяет оценить эффективность государственного участия на финансовом рынке. Анализ допущенных ошибок и изучение зарубежного опыта позволяет предложить ряд мер по оптимизации государственного участия в регулировании и способствовать созданию цивилизованного финансового рынка, который будет отвечать интересам страны и интегрироваться в систему международного финансового рынка. Главным условием для повышения устойчивости фондового рынка должна стать его интеграция с реальным сектором экономики. По-прежнему сохраняющееся высокое значение доли иностранного капитала на фондовом рынке, с учетом небольшого объема самого рынка таит в себе опасность финансовой нестабильности. Укрепление позиций российских инвесторов на секторах фондового рынка как государственного, так и корпоративного, придаст российскому рынку большую устойчивость при катаклизмах на мировых фондовых рынках. В диссертационной работе предложены меры, направленные на придание такой устойчивости - это расширение инструментов фондового рынка и, соответственно, объема фондового рынка в целом, формирование нового класса инвесторов институциональных, стимулирование вложений инвесторов в финансовые активы внутри страны, вовлечение в экономический оборот средств населения.

## Структура финансового рынка

Финансовый рынок или рынок финансовых ресурсов - это общее обозначение тех рынков, где проявляется спрос и предложение на различные платежные средства. Схематически структура этого рынка может быть представлена нами следующим образом:

Рынок финансовых ресурсов интегрирует кредитный и валютный рынки, а также рынок инструментов собственности. Рынок инструментов собственности и та часть кредитного рынка, которая на схеме обозначена как рынок инструментов займа, образуют рынок ценных бумаг.

Финансовый рынок, который существует сейчас в России, имеет под собой превосходную организационную инфраструктуру, предоставляющую возможности реализовывать потенциал каждого отдельного сегмента рынка, но не дающую полностью реализовать этот потенциал по причине неразвитости законодательства, регулирующего каждые из этих сегментов, по причине деятельности регулирующих государственных органов, которые носят деструктивный характер. Также финансовому рынку свойственна информационная непрозрачность, созданная государством, как основным из участников всего финансового рынка. В результате чего, на каждом из сегментов присутствует в основной массе спекулятивный, краткосрочный капитал, который при первых признаках опасности для него предпочитает

утекать из страны, создавая тем самым элементы финансовой нестабильности.

Неустойчивость финансовых и фондовых рынков - явление, которое в наше время приобрело глобальные масштабы. Однако финансовые рынки неустойчивы по своей природе. Под такой неустойчивостью понимается неспособность рынка прийти в состояние равновесия после внутреннего или внешнего возмущения. Неустойчивость проявляется в резких, часто непредсказуемых колебаниях цен. Джордж Сорос предложит так называемую концепцию рефлексивности [66]. В ней предлагается взаимосвязь между мышлением участников рынка и ситуацией разбить на две функциональные зависимости. Усилия участников по пониманию ситуации - пассивная или когнитивная функция, а воздействие их умозаключений на ситуацию в реальном мире - активная или воздействующая функция. Эти функции работают в различных направлениях: в когнитивной функции независимой переменной является ситуация, в воздействующей функции таковой является мышление участников. Так, независимая переменная одной функции, является зависимой переменной другой. Получается мы имеем взаимодействие, в котором ситуация и взгляды участников являются зависимыми переменными и первичное изменение ускоряет наступление дальнейших изменений и в самой ситуации, и во взглядах участников. Две указанные функции ведут не к равновесию, а к никогда не заканчивающемуся процессу изменений. Получается, что предпочтения участников делают состояние равновесия недостижимым. Цель, к достижению которой должен вести процесс взаимного уравновешивания, включает в себя предпочтения, а предпочтения во время такого процесса могут сдвигаться. Таким образом, утверждение о том, что рынок всегда прав должно быть заменено другими:

1.На рынке всегда присутствуют предпочтения того или иного направления.

2. Рынок может воздействовать на ход предвосхищаемых им событий.

Способы выражения когнетивной и воздействующей функции разнообразны. Они отличаются не только у разных рынков: финансового, товарного, рынка услуг. У одних и тех же рынков функции различаются в разных ситуациях.

## Регулирование и саморегулирование финансового рынка

Государственное регулирование финансового рынка осуществляется одновременно по нескольким направлениям: регулирование рынка бумаг, регулирование валютного рынка и регулирование кредитного рынка. В рамках этих направлений осуществляется регулирование деятельности участников этих рынков: регулирование банковской деятельности, деятельности институциональных инвесторов, частных инвесторов. Начнем с регулирования рынка ценных бумаг.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем:

установления обязательных требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг;

регистрации выпусков эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссии и контроля за соблюдением эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;

лицензирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг;

создания системы защиты прав владельцев и контроля за соблюдением их прав эмитентами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг;

запрещения и пресечения деятельности лиц, осуществляющих предпринимательскую деятельность на рынке ценных бумаг без соответствующей лицензии.

Основополагающий закон, регулирующий деятельность на рынке ценных

бумаг - Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг»[2]. Каждый вид деятельности затем регулируется постановлением ФКЦБ.

Брокерской деятельностью признается совершение гражданско -правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии [13].

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли -продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам.[13]

Деятельностью по управлению ценными бумагами признается осуществление от своего имени за вознаграждение в течение определенного срока доверительного управления, переданными во владение и принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц: ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе управления ценными бумагами [15].

Клиринговая деятельность - деятельность, по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним [9].

Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги. [10].

Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение и предоставление данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг [11].

Деятельностью по организации торговли на рынке ценных бумаг признается предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско - правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг [12].

Регулирование банковской деятельности осуществляется на основании Федерального закона «О банках и банковской деятельности»[3], Федерального закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)»[4] , другими федеральными законами, нормативными актами Банка России.

Федеральный закон [4] установил правовой статус Банка России, принципы его организации, основные задачи и функции, принципы взаимоотношения с органами государственной власти, систему органов управления Банка России и их компетенцию, порядок отчетности Банка России, принципы организации наличного денежного обращения, принципы осуществления и основные инструменты денежно - кредитной политики, перечень операций Банка России, основные принципы и способы банковского регулирования и надзора, принципы организации безналичных расчетов, порядок вступления в силу нормативных актов Банка России и др.

## Новые инструменты финансового рынка

К новым инструментам на финансовом рынке следует отнести так называемые товарораспорядительные ценные бумаги [53]. Эти бумаги широко распространены за рубежом, причем не только складские расписки, но и производные ценные бумаги, выпущенные под них. Для России опыт их применения очень мал. Законодательная база только еще формируется. В декабре 1999 года прошло первое чтение проекта закона «О двойных и простых складских свидетельствах». Производители уже сегодня могут привлекать оборотный капитал, используя товар, который лежит на складе.

Товарораспорядительные ценные бумаги - документы, удостоверяющие права собственности на товар. Они дают право распоряжаться товаром, лежащим в их основе, своему новому владельцу, который, как правило, становится и собственником товара. Это подтверждает и тот факт, что для валютного и налогового законодательства к передаче вещи приравнивается передача товарораспорядительного документа на нее. Товарораспорядительные бумаги бывают двух видов: складские и транспортные. Не все документы, относимые к складским или транспортным, являются ценными бумагами и не все из них предоставляют владельцу право распоряжаться товаром, лежащим в их основе.

Складские документы выдаются товарным складом (хранителем) владельцу товара (поклажедержателю) в подтверждение принятия товара на хранение. Хранитель обязуется в сохранности возвратить принятый на хранение товар. К складским документам относятся складская квитанция, двойное и простое складские свидетельства.

Складская квитанция удостоверяет заключение договора на хранение, количество и внешнее состояние принятого товара. В гражданском законодательстве отсутствуют требования к ее содержанию. Складская квитанция не является ни ценной бумагой, ни товарораспорядительным документом.

Складское свидетельство и двойное складское свидетельство по гражданскому Кодексу РФ относятся к ценным бумагам.

Двойное складское свидетельство - это товарораспорядительная ценная бумага, состоящая из двух частей - складского свидетельства и залогового свидетельства (варранта). Они могут передаваться вместе или порознь по передаточным надписям. К сожалению, действующее законодательство не устанавливает их характер, а именно, совершаются ли они в порядке уступки прав требования или являются индоссаментами. Для более эффективного использования двойных складских свидетельств (Далее -ДСС) необходимо, чтобы передаточные надписи носили характер индоссамента, то есть, чтобы ДСС были ордерными ценными бумагами. Такие передаточные надписи значительно бы облегчили процедуру передачи и обращения ДСС, что способствовало бы расширению их использования и увеличило привлекательность для участников рынка.

Залоговое свидетельство отличается от складского в том случае, если товары, переданные на хранение под ДСС, используются в качестве залога по полученному держателем ДСС кредиту или служат обеспечением иного обязательства держателя ДСС.

Простое складское свидетельство в отличие от ДСС, является ценной бумагой на предъявителя. Поэтому его передача осуществляется простым вручением.

Каждый товарный склад, принимающий товар на хранение обязан иметь регламент. В нем определяются порядок приема на хранение, хранение и выдачи с хранения товаров, а также процедура выдачи складом складских документов, в том числе и складских свидетельств, подтверждающих принятие товаров на хранение, а также вести реестр склада.

До погашения складских свидетельств или до окончания указанного в них срока хранения товара с ними могут осуществляться практически все действия, что и с любыми другими ценными бумагами: они могут продаваться, покупаться, использоваться в сделках РЕПО, закладываться и передаваться на депозитарное хранение. Но некоторые действия со складскими свидетельствами, как с ценными бумагами, не могут быть совершены: запрещается их передача в доверительное управление, так как в соответствии с Положением ФКЦБ [15] «О доверительном управлении с ценными бумагами и средствами инвестирования в ценные бумаги», складские свидетельства любых видов не являются объектами доверительного управления. Однако на наш взгляд, складские свидетельства все же могут быть переданы в доверительное управление, но при этом они будут выступать не как ценные бумаги, а как товарораспорядительные документы, то есть объектом доверительного управления будут выступать товары, помещенные на товарный склад, а складские свидетельства будут лишь удостоверять право распоряжаться этим товаром. Указанная операция будет совершаться не на фондовом, а на товарном рынке. Кроме того, запрещается вложение в складские свидетельства резервов страховых компаний и фондов. Однако, этим организациям также выгодно развитие института складских свидетельств, так как они могут получать прибыль от страхования товаров, хранение которых удостоверена этими складскими свидетельствами.