Шурубов, Павел Викторович. Эволюция биржевой системы российского рынка ценных бумаг в условиях финансовой глобализации : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Шурубов Павел Викторович; [Место защиты: Волгогр. гос. ун-т].- Волгоград, 2010.- 224 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/301

**Содержание к диссертации**

Введение

**Глава 1 Фондовая биржа: история взглядов, понятие, становление 12**

1.1 Место рынка ценных бумаг в парадигмах экономической теории 12

1.2 Сущность и определение понятия современной фондовой биржи 24

1.3 Особенности возникновения и развития биржевых систем США, Европы и Азии 39

**Глава 2 Особенности формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг 69**

2.1 Отличительные черты формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг 69

2.2 Регулятивная, торговая, учетная и расчетная подсистемы российского рынка ценных бумаг 105

2.3 Эволюция биржевой системы российского рынка ценных бумаг в России в 1991-2007 гг 124

**Глава 3 Интеграция России в мировую биржевую систему в условиях финансовой глобализации 147**

3.1 Биржевая глобализация: предпосылки, реализация, современные особенности 147

3.2 Проблема монополизации и конкуренции в российской биржевой системе 162

3.3. Мировые биржевые холдинги и российская биржевая система рынка: возможные пути интеграции 171

3.4 Стратегия развития российского рынка ценных бумаг в условиях финансовой глобализации 181

Заключение 200

Список использованной литературы 210

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**. Главной чертой развития мировой экономической системы на протяжении последних десятилетий ХХ и первого десятилетия ХХI века стала финансовая глобализация, которая послужила катализатором процесса увеличения доли финансовых услуг в международной экономической жизни, а глобализация биржевой системы рынка ценных бумаг (РЦБ) стала одной из ключевых внутренних составляющих финансовой глобализации.

Значение рынка ценных бумаг в его глобальном общемировом масштабе возрастало темпами, превышающими темпы самой экономической глобализации. Основным мотивом ускоряющейся глобализации биржевой системы РЦБ стала борьба за новые рынки, конкуренция в условиях коммерциализации деятельности бирж мира. Концентрация финансовых услуг и существенных объемов международных транзакций в нескольких крупнейших городах планеты – формирование мировых финансовых центров - также является чертой финансовой глобализации.

В процессе финансовой глобализации для любого государства серьезными задачами стали регулирование и грамотное развитие национального фондового рынка. Наличие независимого национального финансового рынка, достаточно мощного для внешней региональной экспансии, образует главную предпосылку экономического суверенитета страны. Задача формирования в России мирового финансового центра сегодня официально входит в приоритеты государственного развития. Ее актуальность и этапы достижения подробно описаны в нескольких программных документах, прежде всего в «Стратегии развития финансового рынка до 2020 года», а предложенные в ней меры уже начали реализовываться.

Однако степень развития интеграционных процессов рынка ценных бумаг в России по объективным показателям, а также основанные на них возможные векторы регионального развития, варианты встраивания в мировую биржевую систему с учетом степени развития ключевых биржевых систем мира до сих пор не получили однозначной оценки в научной литературе. В этой связи существенное значение обретает научная разработка проблем, связанных с уточнением действительной современной ситуации в части развития основных подсистем рынка ценных бумаг в России, его объективных возможностей и потенциала в мировом масштабе.

**Степень разработанности проблемы**. Фундаментальные основы функционирования рынка капиталов, биржевого рынка, рынка ценных бумаг в своих работах рассматривали основоположники мировой экономической мысли А.Смит, Д. Риккардо, К. Маркс и Ф. Энгельс, а продолжили представители различных научных школ Л. Брентано, К. Бюхер, М. Вебер, Т. Веблен, К. Викселль, Э. Линдаль, Э. Лундберг, А. Маршалл, К. Менгер, Д. Норт, Б. Улин, Г. Шмоллер, А. Штиллих.

Из современных иностранных исследователей отметим П. Айтмана, Дж. Далтона, Г. Дефоссе, С. Классенса, М. Обсфелда, А. Тейлора, Дж. Тьюлза и др.

Глубокий анализ структуры и функций рынка ценных бумаг, биржевой системы представлен в работах отечественных ученых Л. Абалкина, М. Алексеева, Е. Алифановой, В. Боровковой, А. Вострокнутовой, В. Галкина, Л. Добрыниной, Е. Жукова, О. Иншакова, Г. Каменевой, А. Малявиной, В. Масленникова, Я. Миркина, Б. Рубцова, В. Торкановского, Г. Черникова.

В работах указанных авторов рассматриваются общетеоретические вопросы функционирования и структуры рынка ценных бумаг, которые стали стимулом для продолжения исследований современных проблем и вариантов развития рынка ценных бумаг России в предкризисный период и непосредственно в условиях кризиса, который по времени совпал с решающим моментом становления российского фондового рынка на международной арене и завоевания мирового статуса. Также требуют дальнейшей разработки проблемы интеграции и централизации биржевой системы российского рынка ценных бумаг с учетом ее потенциала для транснационального развития.

**Цели и задачи исследования**. Цель исследования – теоретически обосновать процессы эволюции биржевой системы российского рынка ценных бумаг и выявить возможные варианты ее централизации и интеграции в мировую биржевую систему в условиях финансовой глобализации.

Для реализации цели были поставлены и решены следующие задачи:

- уточнить понятие биржи как финансового института, детализировать ее функции в разных исторических условиях на основе исследовательского опыта различных теоретических школ;

-обосновать специфичность формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг;

- выявить организационную и инструментальную асимметрию структуры и внутренних механизмов российского рынка ценных бумаг, создавшую условия для развития финансового кризиса 1998 года;

- определить систему факторов и показателей для осуществления периодизации постдефолтного развития российского рынка ценных бумаг;

- комплексно представить характерные черты и издержки участников процессов современной финансовой глобализации;

- определить перспективы централизации биржевой системы российского РЦБ и создания единой национальной биржевой группы;

- обосновать модели и этапы интеграции биржевой системы российского РЦБ в мировую биржевую систему в рамках проекта «Россия – мировой финансовый центр».

**Объектом исследования** является биржевая система российского рынка ценных бумаг в процессе ее современного развития и интеграции в международную отраслевую структуру.

**Предметом исследования** стали финансовые отношения между субъектами международной биржевой системы и российской биржевой системы рынка ценных бумаг в процессе ее эволюции.

**Теоретическую базу исследования** составили исследования ведущих отечественных и зарубежных авторов по проблемам формирования, современной структуры и системы функционирования национального и международного рынка ценных бумаг.

**Методологическую базу** исследования составили субъектно-объектный, структурно-функциональный и историко-логический методы системно-генетического подхода; использовались приемы анализа и синтеза, логического обобщения, группировки и сравнения.

**Информационно-эмпирическую базу** работы составили официальные программные документы Правительства РФ; законодательные акты Федерального Собрания РФ в области регулирования главных подсистем рынка ценных бумаг; отчеты и прогнозы уполномоченных в области контроля за рынком ценных бумаг ведомств, профильных министерств и саморегулируемых организаций; материалы тематических форумов, конференций российского и транснационального профессионального биржевого сообщества; регулярные отчетные документы и статистические данные ведущих биржевых групп страны и активных профессиональных участников рынка, крупнейших регистраторов и депозитариев.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту**:

1. Фондовая биржа - это централизованный финансовый посреднический институт, ключевой элемент биржевой системы, обеспечивающий устойчивые системные взаимоотношения ее учетных, расчетных и контролирующих органов, а также продавцов и покупателей ценных бумаг на основе реализации следующих биржевых функций: торговой, брокерской, дилерской, клиринговой, информационной, контрольной, функций определения уровня цен на биржевые инструменты, квалификационного отбора и учета участников рынка и биржевых продуктов, биржевого арбитража, законодательной инициативы в сфере регулирования рынков, – в условиях согласованного использования всеми биржевыми агентами и их клиентами установленных законодательством норм и правил проведения торгов и осуществления биржевых транзакций с целью обеспечения ликвидности фондовых инструментов и движения инвестиционного капитала.
2. Модель формирования финансово-инструментальной базы РЦБ в России в 1990-х годах отличалась от двух типичных во всем мире моделей (американской и европейской) в результате действия следующих групп факторов: политические (главенство государства в проведении рыночных реформ; копирование финансовой, организационной структуры и методов, используемых в европейской модели развития рынка при неготовности экономической базы), социально-экономические (незначительный объем, вынужденный характер и монополизация государством накоплений населения; теневые процессы в ходе приватизации, формирующей инструментальную базу рынка; неустойчивая денежная система и финансовая необеспеченность системообразующих отраслей) и поведенческие (недоверие населения и бизнеса к бумагам образовавшихся корпораций). В этих условиях возникла асимметрия в структуре и функционировании финансовых институтов рынка ценных бумаг, ощутимая до сих пор.
3. Деформирующие биржевую систему российского РЦБ последствия финансового дефолта в России 1998 года обусловлены асимметрией в организационной и инструментальной структуре рынка. Организационная асимметрия заключалась в отсутствии действенной и гибкой системы регулирования и контроля за рынком; агентском характере рынка, означавшем высокую долю посредников в ключевых операциях; преобладании преимущественно спекулятивных инвестиций из-за рубежа в общем объеме капитализации рынка (до 70%), покинувших российский фондовый рынок одновременно с крахом азиатских рынков. Инструментальная асимметрия была связана c отсутствием внутренних источников долгосрочных инвестиций, слабой связью субъектов фондового рынка с процессами реальной экономики, подавляющим преобладанием государственных бумаг в финансовом поле рынка.
4. Постдефолтное развитие российского РЦБ имело самостоятельный характер, не проявляя зависимости от западных, прежде всего американского, рынков и демонстрируя циклические четырехлетние периоды (2000-2003, 2004-2007 гг), включающие фазы стабильного роста. Для периодизации развития фондового рынка выбраны следующие показатели: динамика базового российского фондового индекса (РТС), соотношение совокупной капитализации фондового рынка России к ВВП страны, показатели корреляции динамики усредненного российского индекса фондового рынка к тренду индикаторов фондовой системы США – NASDAQ и NYSE - Euronext.

5. Интеграция, укрупнение, универсализация, коммерциализация, транснационализация биржевых систем, концентрация рынков в крупнейших финансовых центрах, последовательное устранение финансовых посредников относятся к эволюционным процессам, направленным на снижение трансакционных издержек биржи как института финансовой сферы. Издержки биржевой системы снижаются в результате использования совершенной IT-платформы или разработки модернизированной платформы для транснациональной группы; исключения удаленных точек доступа в торговую систему в новых регионах, при работе в рамках общей системы; прямого доступа на ранее недоступные рынки и увеличения клиентской аудитории в регионах мира. Это ведет к росту капитализации и ликвидности рынка, привлечению средств физических лиц, что особенно актуально в Восточных регионах России, где население, располагающее достаточно большими объемами свободных денежных средств, не имеет доступа к рынку современных финансовых услуг.

6. Централизация российской биржевой системы имеет следующие преимущества: повышение надежности и открытости процессов, оптимизация взаимодействия рыночных субъектов (продавцов, покупателей и посредников); создание условий для привлечения к участию в инвестиционной деятельности широких слоев населения; темпоральность реакции системы в целом на сигналы внешней среды; возможность государства последовательно реализовывать финансовую стратегию по развитию рынка ценных бумаг. Есть и неизбежные недостатки: монополизм биржи, дороговизна проекта централизации, неизбежное государственное участие в проекте создания супербиржи, ведущее к риску создания жесткой зарегулированной системы. Тем не менее, в силу общемировых тенденций финансовой глобализации централизация российской биржевой системы необходима: это единственный путь противостояния конкуренции со стороны мировых биржевых групп.

7. Интеграция центральной российской фондовой биржи в мировую биржевую систему может происходить по трем основным моделям: 1) слияние с одним из мировых транснациональных биржевых альянсов; 2) политика собственной экспансии на мировые рынки; 3) создание биржевого альянса с Китаем и Индией. Анализ «Стратегии развития финансового рынка до 2020 года», принятой Правительством РФ в 2008 году, показал приоритетность для интересов России направления самостоятельной экспансии в пространстве мировой биржевой системы, реализация которой включает три первичных этапа: охват региона стран СНГ, упрочение связей с биржевыми системами РЦБ стран Восточной Европы и проникновение на региональные рынки Ближнего Востока и Юго-Восточной Азии.

**Научная новизна исследования** состоит в следующем:

- уточнена структурно-функциональная характеристика биржи как посреднического финансового института и детализированы ее ключевые функции; теоретически разграничены «инструмент установления биржевых котировок» и функция биржи по установлению цен на фондовые товары; аргументировано исключение из числа функций биржи задачи выработки и установления правил размещения бумаг, торговли, допуска участников;

- выявлены и сформулированы особенности формирования финансово-инструментальной базы российского рынка ценных бумаг (несоответствие классическим моделям) и выявлены главные политические, социально-экономические и поведенческие факторы, их определившие;

- выявлены и системно представлены причины организационной и инструментальной асимметрии российского рынка ценных бумаг: последствия процесса длительной приватизации в России; отсутствие действенной и гибкой системы регулирования; агентский характер рынка; преобладание спекулятивных инвестиций (до 70% в общем объеме); отсутствие внутренних источников долгосрочных инвестиций, в совокупности приведшие к финансовому дефолту 1998 года;

-предложены показатели периодизации качественного развития российского РЦБ и выделены четырехлетние циклы его посткризисного развития, на которых он демонстрирует независимое от крупнейших западных рынков поведение, вызываемое структурными изменениями экономики страны и ростом ее основных макроэкономических показателей;

- исследованы и системно представлены современные процессы мировой финансовой глобализации в биржевой системе: универсализация, коммерциализация, централизация и транснационализация; представлены источники и способы снижения специфических трансакционных издержек биржевой системы в ходе финансовой глобализации;

-доказана необходимость создания российской национальной централизованной биржевой группы на базе анализа комплекса преимуществ и недостатков реализации проекта;

- представлены три возможные модели интеграции биржевой системы российского РЦБ в мировую биржевую систему. В качестве приоритетной для государства определена модель самостоятельной экспансии в мировую биржевую систему, в отношении которой разработаны три этапа ее первичной реализации (Регион СНГ, Восточноевропейское и Ближневосточно-азиатское направление).

**Теоретическая и практическая значимость исследования** состоит в исследовании и уточнении структурно-функциональной характеристики фондовой биржи и биржевой системы; в оценке движущих сил процессов финансовой и биржевой глобализации с позиции эволюционной, институциональной экономической теории и современной теории финансов. Обоснована модель развития национальной биржевой системы РЦБ России и представлена стратегия ее позиционирования в глобальной структуре транснациональных биржевых альянсов с учетом реализации государственного проекта по превращению России в мировой финансовый центр.

Практическая значимость работы заключается в том, что выводы, сделанные при исследовании интеграционных процессов биржевой системы рынка ценных бумаг; прогнозы и оценка моделей внешнеэкономического поведения российских биржевых групп могут быть применены при разработке стратегий развития РЦБ, уточнении принципов регулирования РЦБ как на уровне регионов, так и государства; выявленные факторы периодизации развития рынка позволят корректировать финансовую политику правительства на РЦБ и влиять на инвестиционное поведение участников рынка.

**Апробация работы.** Основные положения и результаты диссертации, докладывались на всероссийской, межрегиональной, городской научно-практических конференциях в гг. Волгограде, Элисте в 2009-2010 гг., публиковались в научных изданиях.

**Публикации.** По теме диссертации опубликовано 6 работ, общим объемом 2,75 печатных листа с объемом авторского вклада 2,5 печатных листа, две из которых в изданиях, рекомендованных ВАК.

**Структура диссертации** предопределена целью, поставленными задачами и подчинена общей логике исследования. Работа включает введение, три главы (десять параграфов), заключение, список литературы. Работа изложена на 224 страницах, содержит 13 рисунков, 4 таблицы.

**Во введении** обосновывается актуальность работы, анализируется степень научной разработанности проблемы, формулируются цели, задачи, предмет и объект исследования, теоретическая база, положения, выносимые на защиту, научная новизна и практическая значимость.

**В первой главе «**Фондовая биржа как центральный институт рынка ценных бумаг: история взглядов, понятие, особенности становления**»** исследована история взглядов на понятие биржи, уточнено определение данного института, признаки и функции биржи, а также представлены сравнительный анализ процесса формирования РЦБ в ведущих странах мира и ключевые особенности региональных фондовых систем.

**Во второй главе «**Особенности формирования биржевой системы российского рынка ценных бумаг**»**представлены внешние и внутренние факторы, воздействовавшие на формирование российского РЦБ в 1990-х годах, сформулированы его специфические черты и типичные признаки; рассмотрена современная биржевая инфраструктура России; предложены пути ее совершенствования и варианты развития; представлены основания для периодизации развития российского рынка акций.

**В третьей главе «**Интеграция России в мировую биржевую систему в условиях финансовой глобализации**»** показаны мотивы и главные движущие силы мировой биржевой глобализации, рассмотрена современная мировая система биржевых альянсов; представлена проблема создания центральной российской биржи; аргументированы возможные пути встраивания российской биржевой системы в международные глобальные биржевые группы с учетом анализа требований стратегии превращения России в мировой финансовой центр.

**В заключении** подведены основные итоги, сформулированы выводы и рекомендации научного и практического характера.

## Сущность и определение понятия современной фондовой биржи

Теория рынка ценных бумаг в экономической теории напрямую и очень тесно связана с развитием теории капитала, так как рынки ценных бумаг, а также банковский рынок главной своей целью имеют обслуживание и аккумулирование капитала для нужд отраслей производства и услуг. Поэтому эволюцию этих теорий в своей работе мы будем рассматривать параллельно.

Логично начать оценку рынка ценных бумаг как экономической категории и эволюцию теории капитала с периода собственно становления рыночных отношений в национальном хозяйстве, которые в период Великих Географических открытий и столетий после них окончательно сменили собой натуральное хозяйство. Именно в это время - ХУ-ХУП в.в. экономика как таковая и экономическая теория в ее составе выделяются как отдельные отрасли знания. Это время в истории экономики носит название эпохи меркантилизма, эпохи преобладания торгового капитала и -всеобщей коммерциализации экономики.

Меркантилисты сосредотачивают свое внимание, прежде всего, на сфере обращения, важности и ценности денег, особенно в виде драгоценных металлов, считая их единственным олицетворением богатства и величия страны. Стремясь к накоплению богатства путем ввоза предметов роскоши и золота, для чего государство, по мнению меркантилистов, должно было обеспечить преобладающий вывоз капитала .

Именно преобладание торговли эпохи меркантилизма и, как следствие, невероятная активность международного денежного обращения обеспечило, как было нами описано выше, развитие первых ценных бумаг, появление товарных и зачатков фондовых бирж. Биржа в своей сущности является продуктом политики меркантилизма в экономике. Меркантилисты первыми обратили внимание на важность роли капитала в развитии производства, так необходимого для поддержания экспорта. Поздние меркантилисты, в частности в лице Томаса Мена, одного из руководителей упоминавшейся Ост-Индской компании, призывали учитывать в том числе движение капиталов, наряду с валютно-денежным обращением, при анализе внешнеэкономической деятельности2. Капитал у меркантилистов, однако, по сути сводится только к денежной форме.

Банковская система и вызревшая в его составе система рынка ценных бумаг являются одновременно главным продуктом и движущей силой меркантилистских экономических курсов английского и французского правительств, преобладавших на европейской политической и финансовой арене тех столетий.

Надо, однако, отметить, что практическая важность и перспективы новых экономических категорий - рынка ценных бумаг и банковского рынка - увидевшие свет в эпоху меркантилизма не соответствовали вниманию, которое уделяли их теоретическим основам им экономисты того времени, сосредоточившие свои усилия в деле разработки теории денег, богатства, стоимости. Фактически, воззрения меркантилистов на банковский и фондовый рынки капиталов сводились к констатации их несомненной важности и необходимости учета. Причиной этому, видимо, являлись молодость и неокрепшие к тому времени финансовые «мускулы» банков и крупнейших бирж, которые со временем заставят считаться с собой и обратить на себя внимание как политиков и предпринимателей, так и ученых-экономистов.

Более полное обоснование теории капитала является заслугой физиократа Ф. Кенэ, выделившего понятия основного и оборотного капиталов, что, однако, снова оставило за рамками науки банковский капитал и капитал в виде ценных бумаг . Физиократия как течение эпохи классической политэкономии ХУН-ХУШ в.в.- отвергало торговлю как непроизводительный вид деятельности, а купцов и коммерсантов физиократы предлагали нейтрализовать как страту. Потому неудивительно, что банковские и биржевые институты, предоставляющие услуги за процент от капитала, являлись для физиократов паразитирующими на продукте сельского хозяйства, главной из отраслей народного хозяйства и единственной, производящей реальный прибавочный продукт, на реализации и обслуживании которого держатся все остальные отрасли.

Учения А.Смита и Д. Риккардо, ни в коем случае не умаляя революционность и научную бесценность их успехов в обосновании трудовой теории стоимости, введения и развития понятия «экономического человека» и др., немного привнесли в теорию капитала и, особенно, в изучение его связи с рынком ценных бумаг, который в период жизни ученых (ХУШ-Н.Х1Х в.в.) уже прочно вошел в экономический быт Европы и Америки. Как и физиократы до них Смит и его последователи рассматривали капитал лишь в его материально-вещественном воплощении, непосредственно участвующем в материальном производстве. Капитал заемных средств и кредитов, средства, права на которые выражены в бланках долговых и долевых ценных бумаг, к ним не относились и игнорировались учеными . Однако великой заслугой Смита является его утверждение о том, что стоимость в товарно-капиталистическом обществе наряду с рентой и заработной платой формируется также процентом прибыли на вложенный капитал, хотя сам процентный доход и рассматривался как производный .

Впервые серьезное внимание к рынку ценных бумаг с точки зрения экономической теории обратили Карл Маркс (1818-1883) и Фридрих Энгельс (1820-1895), совершившие своими научными трудами подлинную революцию в истории экономической мысли. Само название фундаментальной многотомной работы ученых - «Капитал» - говорит о той категории, разработке которой ученые посвятили большую часть своей жизни.

## Регулятивная, торговая, учетная и расчетная подсистемы российского рынка ценных бумаг

Российский опыт политической и экономической трансформации сначала от монархии и рыночной экономики к социализму и командному типу экономической системы за несколько лет, а затем - не менее краткосрочный и внезапный обратный путь - к демократическому режиму в обществе и либеральному рыночному в экономике не имеет аналогов в мировой истории. Китайский переход к рыночным отношениям может быть сравним лишь с указанным обратным процессом преобразований, да и то - не полностью. Неудивительно, что мнения об особом пути России стали раздаваться в 1990 годы с новой силой.

Заметим, что экономическая составляющая революционных метаморфоз, происходивших после распада Советского Союза с Россией, являлась ничуть не менее, а скорее даже и гораздо более фундаментальной и трудноосуществимой в сравнении с политической и социальной. Хотя и надо признать, что за 70-летний период советской власти экономика и политические рычаги ее управления срослись в единый механизм, в котором одно без другого не могло существовать.

Именно этот механизм и был остановлен политикой перестройки. Российскому руководству предстояло собрать совершенно новый экономический механизм, отвечающий функциям и задачам капиталистического типа хозяйствования. Выполнение этой задачи, как мы увидим ниже, стало мучительным процессом заимствований технологий и опыта Запада и попытки срастить их с пережитками советской экономической системы, процессом, который сопровождался трагическими ошибками, серьезными просчетами, но и значимыми победами. По-другому, наверное, и не могло быть. Однако сегодня можно с уверенностью сказать, что путем многочисленных проб и ошибок российская экономика обрела цивилизованные черты, нащупала свой твердый вектор развития и делает впечатляющие успехи на этом пути.

Развитый рынок ценных бумаг и центральная структурообразующая роль фондового капитала характеризуют современный этап развития мировой капиталистической системы. В советской России финансовые рынки отсутствовали. В 1990-е годы страна столкнулась с необходимостью выстроить «с нуля» российский фондовый рынок со своей соответствующей инфраструктурой, да еще и наверстать уровень развития западных рынков в технологическом, информационном уровнях. Нужно было за несколько лет, не имея никакого опыта количественно и качественно «догнать» рынки, которые на протяжении более трех столетий беспрепятственно развивались при полной поддержке правительств, за малым исключением не сталкиваясь с потерями в мировых и региональных войнах в масштабе, сравнимом с российскими.

Европейские и американский рынки ценных бумаг развивались эволюционно, отражая потребности предпринимателей вкладывать свободный капитал. Также двигателем фондового рынка была торговля, нуждавшаяся в оборотных средствах, а также удобном инструменте для реализации сделок с отсрочкой платежа и поставки, коим и стала товарная, а затем и фондовая биржа. Отдельно следует отметить, что развитие происходило в условиях стабильных денежных систем, основанных на золотом стандарте (позже - золото-девизном), а значит, на надежных кредитных деньгах. Это предохраняло капитал от инфляции и позволяло развивать долгосрочные инвестиционные стратегии, использовать облигационные займы.

Российский же фондовый рынок 1990-х годов формировался в условиях денежной системы, основанной на неразменных кредитных деньгах и подрываемой растущей с каждым годом инфляцией. В таких условиях инвестиционные возможности предприятий и населения серьезно подрываются, не говоря уже о самой мотивации к участию в рынке ценных бумаг, к его развитию. Предприятия многочисленных нуждающихся в оборотных деньгах и резерве ликвидных доходных бумаг вынуждены были пользоваться денежным рынком, борясь за выживание. О долгосрочной инвестиционной стратегии речи вообще не шло.

При этом неизбежность бурного развития фондового рынка становилась все более очевидной. Растущая инфляция не позволяла нормально использовать такой традиционный финансовый инструмент как долгосрочный банковский кредит. По той же причине сократившиеся в реальном выражении доходы государства, неприменимость в условиях обесценивания денег и шаткого финансового положения страны государственных долговых бумаг, вынудили правительство сократить бюджетные ассигнования, что также вызвало денежный «голод» в традиционно субсидируемых до этого отраслях. В этих условиях ключевыми источниками пополнения ликвидности предприятий стали эмиссии акций и краткосрочных долговых обязательств.

Вторым фактором, отличающим условия первоначального развития российского рынка ценных бумаг от западных аналогов, является структура накоплений, составляющих основу финансового рынка. Основу мировых финансовых рынков на начальном этапе их развития составляли сбережения и накопления частных лиц и предпринимателей. Эти средства являлись лишними для производства и вкладывались в государственные ценные бумаги, становясь основой государственного кредита, долгового рынка. При такой схеме население кредитует государство, а частный бизнес в зависимости от ситуации может выступать и как заемщик, и как кредитор. Накопления советских граждан отличал малый объем и вынужденный характер в условиях ограниченного потребления. Кроме того, доходы населения были полностью монополизированы государством. Это означает, что именно государство, в противоположность указанным западным моделям, выступало кредитором населения.

Распад Советского Союза и разрушение командной экономической системы поставили, наконец, финансовые роли государства и населения по отношению друг к другу в естественное положение, сопровождаемое, однако, серьезными перекосами. Неконтролируемая приватизация государственной собственности, самозахваты предприятий составляли процесс первоначального накопления капитала в России в 1991-1994 гг. Его особенностью также было стремительное обогащение близкого к управленческой элите кругу чиновников, имевших наилучшие административные возможности для приватизации самых привлекательных объектов государственной собственности.

Параллельно с «дикой» приватизацией происходило два одинаковых по своим деструктивным свойствам процесса. Потеря контроля над своим имуществом вкупе с инфляцией приводило к колоссальному падению номинальной и реальной стоимости активов государства, уменьшению доходной части бюджета. То есть происходило разворовывание государства, и как следствие, его обнищание и высокая потребность в финансовой поддержке. С другой стороны, не менее интенсивно происходило обнищание широких народных масс вследствие инфляции, невыплат зарплат и пенсий.

## Эволюция биржевой системы российского рынка ценных бумаг в России в 1991-2007 гг

В результате при первых признаках валютного кризиса и финансовых проблем у предприятий западные портфельные инвесторы стали фиксировать прибыль и массово выводить средства. За ними последовал долгосрочный капитал институциональных инвесторов. Это поставило предприятия перед непосильной задачей выплаты процентов по облигациям и дивидендов по акциям, что в условиях паралича банковского кредитования ускорило дефолт. Массовые продажи подкосили рынок. За второе полугодие 1997 года индекс Токийской фондовой биржи обвалился на 30%, рынок Гонконга-на 45%169.

В октябре продажи на рынках Азии стали передавать панические настроение на все мировые рынки. Инвесторы начали выводить средства со всех развивающихся рынков мира. Также серьезно пострадала экономика США, чьи инвестиционные институты доминировали на азиатском и других рынках и теперь были вынуждены закрывать позиции и пересматривать инвестиционную стратегию. 28 октября 1997 года индекс DOW-JONES упал сразу на 7% .

Столь существенное падение было вызвано не только волнениями на мировом рынке, но и сменой тенденций в национальной экономике США. Развитие высокотехнологичных компаний, служившее локомотивом роста весь 1997 года, стало замедляться. В условиях высоких инфляционных ожиданий инвесторы посчитали котировки американских компаний переоцененными.

«Тихой гаванью» для рынка стал европейские бумаги, пострадавшие от кризиса менее всего и казавшиеся игрокам наиболее надежными инструментами для вложений, а также американские казначейские обязательства. В целом, рынки развитых стран среагировали на кризис в Азии гораздо меньшей коррекцией, и вскоре тенденции к росту снова стали преобладающими как в Европе, так и в США. Ажиотажно скупались подешевевшие акции мировых компаний и облигации федерального займа ведущих экономики мира.

Отметим здесь ассиметричный характер корреляции, которая существует между динамикой рынков развитых и развивающихся стран. При росте не ведущих мировых площадках рынки развивающихся стран могут как расти в унисон, так и не отражать изменений — в зависимости от структуры роста и показателей доходности-риска. Однако когда главные площадки мира испытывают снижение индексов первыми страдают развивающиеся страны как самые ненадежные объекты для инвестиций, подверженные закрытию позиций в первую очередь. Спад в мире отражается еще более глубоким снижением капитализации рынка развивающихся стран .

Российский рынок, к сожалению, в полной мере ощутил на себе потерю доверия институциональных инвесторов к развивающимся экономикам и, не имея надежных финансовых антикризисных механизмов, не имел возможности смягчить последствия кризиса.

По мнению одних экспертов, к началу 1998 года в экономике России не назрели некие фундаментальные причины, достаточные для самостоятельного разворачивания кризиса1 2. Согласно этой точки зрения, потрясения на российском рынке полностью обязаны собой крахом рынков Юго-Восточной Азии и паническим выведением средств с сильно зависимых от внешней среды рынков развивающихся стран.

Другие полагают, что финансовый кризис развернулся в России, главным образом, из-за назревших внутренних макроэкономических проблем: падения спроса и цен на энергоносители, спада роста производства, сокращения уровня торгового баланса и отрицательного платежный баланс, высокой доли долларовых пассивов банков, роста размера внутреннего государственного долга и расходов на его обслуживание . Внешние же факторы лишь послужили спусковым крючком к более раннему разворачиванию кризисных процессов.

Осенью 1997 года в условиях оттока средств нерезидентов и, как следствие, высокого спроса на доллары США Центральному Банку России удалось сделать главное - не допустить резкого обвала курса рубля по аналогии с девальвацией валют азиатских рынков. Была снижена банковская норма резервирования для вкладов в рублях, а по вкладам в валюте - наоборот повышена.

Отток капитала из сектора государственных бумаг (доля нерезидентов в структуре краткосрочного госдолга на 1998 год составляла около 30%) и падение их стоимости вынудил Центробанк поднимать ставку рефинансирования: в ноябре 1997 года - 21% до 28% , а в феврале 1998 - до 42%. Однако эта мера привела в результате к повышению ставок доходности по ГКО-ОФЗ (она доходила до 40%), а значит, сровоцировало переток средств из фондового рынка в государственный долговой рынок, что подорвало рынок акций и усугубило падение.

Февраль-апрель 1998 года характеризуется некоторой стабилизацией ситуации на рынке. Игроков обнадежил успешный исход переговоров России с МВФ о новом транше кредита и с Парижскими клубом — о реструктуризации долга. Рейтинговые агентства MOODY S и FITCH IBCA оставили на приемлемом уровне рейтинги по валютным займам и депозитам174. В марте новым главой правительства стал А. Кириенко, основной задачей Кабинета которого являлось урегулирование бюджетного дефицита, выплата долгов бюджетникам, недопущение серьезной девальвации рубля, оздоровление промышленного роста и торгового баланса.

Очевидна противоречивость упомянутых задач и невозможность их одновременной реализации. Однако аналитики сходятся во мнении, что новому правительству удалось ненадолго стабилизировать ситуацию: серьезно улучшилась собираемость налогов, удалось частично реструктурировать внешний долг из кратко- в долгосрочный, выполнив обязательства по ГКО за счет займов МВФ.

Однако к маю ситуация ухудшилась. Провалились несколько крупных приватизационных проектов, что подорвало доходы бюджета и ухудшило ситуацию с долгами бюджетникам: с начала года они выросли на 200%. Ужесточение налоговой политики могло ударить по нефтегазовой отрасли. В результате мощное лобби отрасли вынудило Правительство пойти на уступки, что подорвало веру инвесторов в возможности Кабинета. Продолжался отток капитала из страны. Накалялись отношения между Министерством финансов и Центробанком175.

Следует отдельно отметить нарастание фактора политической нестабильности в эскалации кризиса: публикация информации о неудачах экономических решений Кремля, смена лиц на политической арене, несогласованность и конфликтность в Кабинете и законодательных органах. Любое тревожное сообщение вызывало панику даже при экономически обоснованных действиях в финансовой сфере. Экономическая ситуация политизировалась и стала слабо контролируемой.

К маю 1998 года среднедневной оборот торговли на РТС и ММВБ сократился более чем в 2 раза, а общая капитализация рынка уменьшилась в сравнении с летом 1997 года на 62% (рисунок 2.2)176. Уровни падения курса акций отдельных компаний впечатляет еще больше: АО «Мосэнерго» - 95%,

## Мировые биржевые холдинги и российская биржевая система рынка: возможные пути интеграции

Чтобы понять особенности современной ситуации, рассмотрим истоки и специфику конкуренции между ведущими российскими биржевыми площадками.

Московская межбанковская валютная биржа первоначально получила импульс к своему развитию, став в 1993-1995 годах в дополнение к валютным торгам технологической базой для реализации обращения различных видов государственных долговых обязательств (ГКО, ОФЗ и пр.). В этом состояла ее специфика. В середине 1990-х годов о свободном и открытом ликвидном фондовом рынке, на котором были бы представлены долевые бумаги частных капитализированных компаний, говорить не приходилось. Поэтому фондовые секции в это время не получили распространения, а ММВБ являлась лидирующей по обороту торговой площадкой, что являлось результатом активной внутренней заемной политики Правительства.

Однако с активной реализацией плана всеобъемлющей приватизации, стал образовываться слой крупных и средних частных предприятий. Диверсифицировался состав собственников крупных предприятий металлургии, ТЭК, химической промышленности. Появился рынок ликвидных акций, интересных для инвесторов. Кроме того, большие ожидания связывались с молодыми предприятиями среднего бизнеса, которые теоретически (опираясь на американский опыт) являлись наиболее динамичными и восприимчивыми к таким механизмам рыночной экономики как фондовый рынок. Ожидалось, что их бумаги составят базу российского фондового рынка.

С целью обеспечить условия для обращения упомянутых ликвидных бумаг был использован американский опыт и американская национальная котировочная система ПОРТАЛ (технологический базис NASDAQ). Ее смысл состоял в постоянном поддержании двухсторонних котировок. На смену ПОРТАЛ пришла созданная по ее форме Российская торговая система (РТС), изначально нацеленная (в отличие от ММВБ) на торги широким спектром ликвидных акций. РТС являлась дилерским рынком, нацеленным на привлечение интереса крупных иностранных инвесторов. Наиболее привлекательным для зарубежного капитала стали бумаги компаний ТЭК, сделки с которыми и составляли большую часть объема .

На создание максимально удобных и выгодных условий торговли иностранным агентам была нацелена практикуемая на РТС система свободных торгов с иностранным контрагентами в валюте. Сделки с зарубежными контрагентами (чаще всего, оффшорными компаниями) заключались без конвертации валюты и без удержания налогов. Однако такой либеральный подход вкупе с отсутствием систематизированной и проверенной информации об участниках означал повышенные риски неисполнения сделок недобросовестными зарубежными игроками, что вынуждали российские инвестиционные компании перестраховываться, используя схожие схемы с посредническими фирмами, работая по предоплате и выставляя лимиты на контрагентов. Все это подрывало главное конкурентное преимущество РТС - высокую ликвидность сделок. С целью поддержать ликвидность зарождающегося рынка и завоевать свою долю на нем в 1996 году ММВБ также открывает сектор по торговле корпоративными облигациями, а в 1997 - акциями. В отличие от РТС, ориентированной более на иностранные компании, фондовый сектор ММВБ изначально позиционировался как биржа для российских компаний. Привлекательными конкурентными преимуществами, привлекавшими динамичные компании, стали отлаженный механизм сделок и система гарантий исполнения, а также гибкая тарифная система. Большой опыт работы с государственными бумагами, статус биржи (а не фондовой площадки как РТС) говорил о надежности и внушал инвесторам оптимизм. С 1997 по 2000 год объемы торгов на фондовом секторе ММВБ прирастали на 500% в год . В дальнейшем средняя ежегодная динамика прироста составляла 150%. РТС стала проигрывать конкурентную борьбу за право называться главной фондовой площадкой страны. Так началась противостояние двух ведущих фондовых площадок страны, претендовавших на один и тот же перспективный участок рынка. В 1998 году руководство РТС приняло решение переходить от статуса торговой площадки к форме полноценной биржи, то есть организовывать клиринг, депозитарный, расчетный центр по аналогии с ММВБ. На данный момент специализация двух биржевых групп состоит в том, что ММВБ является исключительным оператором рынка государственного долга и валютного рынка, тогда как РТС является лидирующей площадкой по торговле деривативами (FORTS). Несмотря на успешное создание полноценной биржевой группы РТС не смогла удержать свою долю рынка и на сегодняшний день по всем основным общефинансовым показателям лидером биржевого рынка России является ММВБ. На сегодняшний момент биржевые группы «Российская торговая система» и «Московская межбанковская валютная биржа» обеспечивают более 95% биржевого оборота России. Из них подавляющая часть приходится на ММВБ. По итогам 2008 года суммарный оборот всех рынков группы ММВБ составил $5,9 трлн, доля фондового сектора в котором составил $1,9 трлн.276 Чистая прибыль группы РТС за 2008 года составила около 30 млн долл США, тогда как ММВБ - 116 млн долл США" . финансового кризиса. Глава Федеральной службы по финансовым рынкам, Владимир Миловидов, заявил, что вопрос о слиянии актуален, и оно возможно в ближайшее время . Однако в профессиональной среде о слиянии стараются говорить очень осторожно, особенно в условиях кризисной неопределенности, называя заявления чиновника популизмом и ставя под сомнение целесообразность такого слияния279. Отметим, что, по всей видимости, интеграция российских площадок неизбежна в силу объективного характера общемировой тенденции по централизации национальной биржевой инфраструктуры и в силу актуальности задач, которые решатся в результате такого слияния. Единая ведущая торговая площадка, интегрированная с единым депозитарием, единой системой клиринга и расчетов позволяет решить несколько задач: усиление контроля над рыночными процессами в каждой из подструктур рынка ценных бумаг за счет работы регулирующих и надзорных органов; повышение скорости реакции системы на сигналы внешней среды. Речь, прежде всего, о возможности быстрых экстренных действий в условиях кризисных явлений или паники на мировой арене или на российском рынке; упрощение работы многочисленных рыночных субъектов: эмитентов, инвесторов, брокерских и дилерских компаний, Центробанка за счет работы с единым биржевым холдингом в режиме «одного окна», снижение трансакционных издержек упомянутых групп; привлечение к участию в инвестиционной деятельности и повышение финансовой грамотности широких слоев населения, обладающих значительным финансовым потенциалом.