

**РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК**  
**ИНСТИТУТ МЕЖДУНАРОДНЫХ ЭКОНОМИЧЕСКИХ И**  
**ПОЛИТИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ**

---

---

**Н.Б. Козлов**

**Формирование рынка ценных  
бумаг в постсоциалистических  
странах**

**Москва - 2002**

Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. Козлов Н.Б. 316 стр.

© ИМЭПИ РАН

© Козлов Н.Б.

**ISBN 5-9520-0006-1**

Ответственный редактор к.э.н. *М.С. Любский*

## ОГЛАВЛЕНИЕ:

<b><u>ПРЕДИСЛОВИЕ</u></b> .....	<b>5</b>
<b><u>ГЛАВА I. ФОНДОВЫЕ РЫНКИ ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ ГОСУДАРСТВ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ</u></b> .....	<b>8</b>
<i>1.1. Роль рынка ценных бумаг в экономике постсоциалистических стран</i> .....	8
<i>1.2. Финансовая глобализация: возможности и опасности для постсоциалистических стран</i> .....	24
<i>1.3. Формирование фондового рынка в переходной экономике (теоретический аспект)</i> .....	40
<b><u>ГЛАВА II. ОСНОВНЫЕ «ПАРАМЕТРЫ» ФОНДОВЫХ РЫНКОВ ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАН: ОБЩЕЕ И ОСОБЕННОЕ.</u></b> .....	<b>62</b>
<i>2.1. Рынок ценных бумаг в России</i> .....	64
<i>2.2. Фондовый рынок в других государствах СНГ</i> .....	83
<i>2.3. Фондовый рынок в странах Центральной и Восточной Европы</i> .....	123
<b><u>ГЛАВА III. ФОНДОВЫЕ РЫНКИ В ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАНАХ И ГОСУДАРСТВО</u></b> ...	<b>161</b>
<i>3.1. Влияние политики приватизации на формирование фондового рынка</i> .....	161
<i>3.2. Роль фондового рынка в финансировании дефицита бюджета и внутреннего долга</i> .....	196
<i>3.3. Особенности регулирования рынка ценных бумаг</i> .....	219
<b><u>ГЛАВА IV. ВАЛЮТНЫЕ И КРЕДИТНЫЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ</u></b> .....	<b>240</b>
<i>4.1. Взаимосвязь валютного курса и фондового рынка в постсоциалистических странах</i> .....	240
<i>4.2. Регулирование движения капитала</i> .....	252
<i>4.3. Постсоциалистические страны и международный рынок капиталов</i> .....	261
<b><u>ЗАКЛЮЧЕНИЕ</u></b> .....	<b>291</b>
<b><u>ЛИТЕРАТУРА</u></b> .....	<b>304</b>



## ПРЕДИСЛОВИЕ

Становление рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах (ПСС) является одной из наиболее актуальных проблем трансформации, поскольку он относится к числу важнейших институтов рыночной экономики. Формирование фондового рынка как необходимого источника и механизма финансирования инвестиций призвано превратить его в существенный фактор устойчивого экономического роста, технического прогресса и повышения благосостояния общества. Эта стратегическая цель может быть достигнута только на основе тесного взаимодействия государства и национального капитала. При этом, как показал международный опыт, именно использование рынка ценных бумаг имеет первостепенное значение для развития компаний, работающих в области высоких технологий. В то же время в условиях глобализации, когда ПСС все больше становятся интегрированной частью мировой экономики, развитие их фондового рынка происходит под влиянием углубления связей с международной финансовой сферой со всеми вытекающими отсюда позитивными и негативными последствиями.

Финансовый кризис 1997-1998 гг. стал серьезным испытанием для фондовых рынков ряда ПСС. Он высветил, с одной стороны, несовершенство и уязвимость международной финансовой системы, а с другой - ошибки и слабости национальной экономической политики. Страны, которые слепо следовали догмам и шаблонам так называемого Вашингтонского консенсуса, понесли наибольший урон от кризисных потрясений. В то же время государства, проводившие взвешенную экономическую политику, которая была продиктована национальными интересами и спецификой, оказались в более выгодном положении.

Исследуемая тема мало разработана. Имеющиеся публикации посвящены отдельным проблемам фондового рынка в переходных экономиках стран. Данная работа является первой попыткой комплексного анализа важнейших аспектов становления фондового рынка в ПСС.

Сегодня весьма актуальны задачи выявления закономерностей, специфики, факторов и проблем формирования фондового рынка в условиях трансформации, оценки его тенденций и перспектив и возможных путей дальнейшего развития. Рассматриваются внутренние и внешние факторы и условия становления фондового рынка. При этом особый упор сделан на роль государственного регулирования в формировании емкого и прозрачного фондового рынка, отвечающего современным международным стандартам. Подчеркивается необходимость развития эффективного корпоративного управления как одного из важнейших факторов формирования рынка ценных бумаг.

Автор стремился рассматривать поставленные проблемы в контексте проводимых рыночных реформ и через призму особенностей и противоречий характерного для одних стран нелиберального подхода к стратегии и тактике рыночных преобразований и типичного для других стран государственного участия в экономике, обеспечивающего ее вывод на траекторию устойчивого развития.

Подход автора к исследуемым вопросам определяется тем, что фондовый рынок рассматривается как институт, который должен стать органической частью финансовой системы и финансового рынка ПСС. При этом внимание сосредоточено прежде всего на экономических и валютно-финансовых аспектах формирования рынка ценных бумаг.

Отправной точкой работы является исследование роли фондового рынка в экономике ПСС. Затем рассмотрены возможности и опасности, связанные с глобализацией финансовых рынков. Далее речь идет о некоторых основных теоретических аспектах становления фондового рынка в переходных экономиках. После характеристики общих и специфических особенностей рынка ценных бумаг в отдельных странах автор обращается к проблеме роли государства в процессе формирования этого рынка. Здесь особое внимание уделено влиянию на него политики приватизации и рассмотрению связанных с ней проблем. Следующий раздел посвящен валютным и кредитным аспектам развития фондовых рынков ПСС. Работу завершает заключение, где делаются некоторые принципиальные выводы и оцениваются

перспективы и возможные пути дальнейшего развития рынка ценных бумаг рассматриваемых государств. При этом в комплексе предлагаемых автором мер по совершенствованию системы регулирования этого рынка, его инфраструктуры, набора используемых финансовых инструментов главное внимание обращается на специфику формирования фондовых рынков в России и других странах СНГ в контексте возможных перспектив развития Содружества.

При подготовке работы автор использовал труды российских и зарубежных экономистов: О.Т.Богомолова, С.Ю.Глазьева, А.Д.Некипелова, Б.И.Алехина, Б.Б.Рубцова, А.П.Бычкова, А.В.Аникина, Я.М.Миркина, В.Д.Миловидова, В.Р.Евстигнеева, И.С.Королева, И.Г.Доронина, Р.С.Гринберга, Л.Б.Резникова, А.Н.Быкова, Л.З.Зевина, Е.Ф.Жукова, Б.И.Златкис, Н.Т.Клещева, С.М.Меньшикова, С.М.Борисова, В.В.Ивантера, С.П.Глинкиной, Л.С.Косиковой, М.Фридмена, П.Самуэльсона, Д.Тобина, К.Эрроу, Л.Тейлора, Р.Дорнбуша, С.Фишера, Дж.Стиглица, Г.В.Колодко, М.Шимаи, К.Эклунда, Д.Идальго, Д.Сороса, Р.Шарпа, Г.Александера, Д.Дейли, М.Мобиуса, Р.Тьюлза и др., публикации ММВБ, МФФ, МБРР, ЕБРР, научно-исследовательских институтов, материалы российской и зарубежной периодической печати.

# ГЛАВА I. ФОНДОВЫЕ РЫНКИ ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ ГОСУДАРСТВ В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ МИРОХОЗЯЙСТВЕННЫХ СВЯЗЕЙ

## 1.1. Роль рынка ценных бумаг в экономике постсоциалистических стран

При оценке роли рынка ценных бумаг в переходной экономике автор исходит из того, что этот рынок является одним из основных элементов системы трансформации планового хозяйства в социально ориентированную рыночную экономику.

В основе перехода к рыночной экономике лежат изменения отношений собственности, направленные на появление хозяйственных субъектов, поведение которых мотивируется рынком. Важнейшим системообразующим элементом рыночного хозяйства является предприятие (производитель), связанное с другими предприятиями общественным разделением труда, самостоятельно принимающее решения. Установление отношений собственности, обеспечивающих функционирование предприятий капиталистического типа - это центральная задача стратегии и политики трансформации. «Именно ее решение, - отмечает А.Некипелов, - в конечном счете, является решающей предпосылкой возникновения факторных рынков, а следовательно, и действия развитого, отвечающего требованиям современного производства рыночного механизма аллокации ресурсов»<sup>1</sup>.

В принципе структура системы перехода к рынку состоит из следующих составляющих: децентрализации государственных органов; обособленности предприятий; либерализации цен и валютной сферы; финансовой стабилизации; приватизации; либерализации внешней торговли; создания конкурентной среды; постепенного развития рынков капитала, труда, земли; определения функций государства в переходный период.

---

<sup>1</sup> Некипелов А. Очерки по экономике посткоммунизма. М., ЦИСН Миннауки РФ, 1996, с.145.



В реализации этой грубой схемы рыночных реформ одним из важнейших движущих механизмов является финансовый рынок, обеспечивающий аллокацию ресурсов. Рынок ценных бумаг как часть финансового рынка<sup>\*)</sup> прежде всего призван превращать сбережения домашних хозяйств и предприятий в инвестиции.

---

<sup>\*)</sup> Здесь необходимо внести ясность в разграничение понятий финансовый рынок (сфера, система), рынок капитала, рынок ссудных капиталов, кредитный рынок, фондовый рынок, рынок ценных бумаг, поскольку нередко при их употреблении возникает некоторая путаница. Например, В.Евстигнеев пишет: «...говоря о финансовом рынке, мы будем, как правило, ограничиваться фондовым рынком в узком смысле, т.е. рынком акций.» (См.: Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике. М., Эдиториал УРСС, 2000, с.5.). Л.Белых пишет о «финансовых рынках», в которые включает кредитный и валютный рынки. При этом под финансовыми рынками она понимает рынки, «на которых проявляются спрос и предложение на различные платежные средства». (См. Белых Л.П. Основы финансового рынка. М.: ЮНИТИ, 1999, с.14.) На наш взгляд, вряд ли акцию или облигацию можно считать платежными средствами. С. Меньшиков почему-то ставит знак равенства между рынком капитала и финансовым рынком. По его мнению, рынок капитала (финансовый рынок) состоит из денежного рынка (к которому он относит и рынок ГКО), рынка ценных бумаг и валютного рынка. (См. Меньшиков С. Новая экономика. Основы экономических знаний. М.: Международные отношения, 1999, с.282-287.) Если под рынком капитала автор имеет в виду рынок ссудных капиталов, то из его классификации выпадает рынок долгосрочного денежного кредита. В то же время в рынок ссудных капиталов никак не вписывается валютный рынок.

В научной литературе применяется понятие рынок ссудных капиталов, который состоит из рынков краткосрочного (денежный рынок) и долгосрочного кредита, который в свою очередь подразделяется на рынок долгосрочного денежного кредита (займы) и рынок фиктивного капитала (т.е. рынок ценных бумаг, или фондовый рынок). Валютный рынок рассматривается отдельно как особая сфера экономических отношений.

В экономической и финансовой печати вошло в употребление выражение финансовый рынок, в который входят все составные части рынка ссудных капиталов и валютный рынок. На наш взгляд, это вполне оправдано в практическом отношении, учитывая тесную взаимосвязь

В развитой рыночной экономике важнейшим механизмом аллокации ресурсов является рынок ссудных капиталов. Рынок ценных бумаг как важнейшая часть рынка ссудных капиталов обслуживает воспроизводство капитала во взаимодействии с другой его частью - денежно-кредитной системой. Фондовый рынок опосредствует различные фазы воспроизводства, являясь финансовой базой производства.

В ПСС еще рано говорить о функционировании полноценного рынка ссудных капиталов. За годы трансформации в наиболее развитых ПСС пока сформировались его отдельные элементы - кредитная система, основы рынка ценных бумаг и валютный рынок как особая часть финансового рынка.

О роли фондового рынка в экономике можно судить прежде всего с точки зрения его влияния на экономический рост. Это влияние по-разному проявляется в странах с развитой рыночной экономикой и в ПСС.

В качестве фактора роста экономики рынок ценных бумаг может выполнять двоякую функцию: во-первых, фондовый рынок является непосредственным стимулом экономического роста; во-вторых, он играет опосредствующую роль в обеспечении роста прежде всего путем трансформации денежных сбережений в инвестиции и их перераспределения.

Первый аспект этой роли фондового рынка особенно отчетливо проявился в 90-х годах в США, когда постоянно быстро росшие курсы акций «создавали у владевших ими простых американцев эффект обладания значительными средствами, стимулируя потребительские расходы»<sup>2</sup>. Для корпораций, помимо увеличения продаж, быстрое расширение фондового рынка обеспечивало благоприятные условия для привлечения капитала и оптимизации бизнеса в результате слияний с конкурентами и компаниями в смежных секторах.

Этому в значительной мере способствовало широко применяемое венчурное финансирование (т.е. вложения в операции с

---

всех этих частей. Такая классификация удобна для текущей информации и анализа конъюнктуры отдельных сегментов этого рынка.

<sup>2</sup> Эксперт, 2000, 24.04, № 16, с.16.

повышенным риском или просто в акции). Такое финансирование технологических компаний через первичное размещение акций стало основой поддержки научно-технических исследований в области самых современных технологий. В результате этого фондовый рынок стал важнейшим фактором и механизмом обеспечения экономического роста. (Оборотная сторона этого процесса состояла в том, что нарушения стабильности на бирже стали угрозой для экономики США в целом).

В ПСС этот аспект влияния фондового рынка на экономику пока не может проявиться из-за его слабого развития. В то же время в этих странах постепенно приобретает все большее значение второй аспект роли фондового рынка в экономике. Во взаимодействии с другими частями финансовой системы рынок ценных бумаг, как связующее звено между финансовым и реальным секторами играет более существенную роль в таких странах Центральной и Восточной Европы, как Венгрия и Польша. В то же время в России и других странах СНГ эта функция фондового рынка по ряду рассматриваемых далее причин пока находится в эмбриональном состоянии.

Фондовый рынок как неотъемлемая часть финансовой системы оказывает многоплановое влияние на развитие экономики. На нем происходят оценка и «проверка» эффективности деятельности компаний, возможностей получения прибыли, действительности менеджмента и корпоративного управления, распределение и управление рисками. Он способствует снижению транзакционных издержек и тем самым облегчает совершение сделок.

Однако главное значение фондового рынка в экономике состоит в том, что он во взаимодействии с банковской системой, без которой он не может полноценно выполнять свои функции, способствует превращению сбережений (накоплений) в инвестиции, их росту, улучшению аллокации капиталов.

Здесь необходимо подчеркнуть, что сбережения, накапливаемые в банках, достигают реального сектора или в форме кредитов, предоставляемых банками предприятиям, или через их вложение в акции. В последнем случае фондовый рынок становится важнейшим механизмом формирования, осуществления и перераспределения инвестиций как основы экономического рос-

та. При этом функционирование фондового рынка нельзя отделить от деятельности банков, связанной прежде всего с операциями с корпоративными ценными бумагами. Ведь фондовый рынок и банки являются неразрывными составляющими рынка ссудных капиталов.

В исследованиях, в которых рассматривались проблемы взаимосвязи финансовой системы (при этом имеются в виду прежде всего две ее части - банки и фондовый рынок) и экономического роста в развивающихся странах, внимание обычно сосредоточено в основном на государственных ограничениях уровня процентов, минимальных нормах резервов коммерческих банков в центральном банке, льготных кредитах и т.д. В этих странах формирующийся рынок ссудных капиталов, как правило, характеризуется превышением спроса над предложением. Деформация финансовой системы сопровождается низким уровнем сбережений, препятствующим увеличению инвестиций и росту экономики.

Для того, чтобы фондовый рынок более эффективно выполнял свою функцию в качестве «преобразователя» накопления в инвестиции, необходимо, чтобы широкие слои населения были заинтересованы вкладывать свои сбережения в корпоративные ценные бумаги. Практика показала, что для обеспечения быстрых темпов экономического роста необходимы крупные инвестиции, высокая национальная норма накопления. Характерным примером в этом отношении является Южная Корея. «Корейское чудо» в значительной мере связано с высокой нормой накопления. В 1991-1997 гг. в этой стране она была одной из самых высоких в мире, составляя более 37%.<sup>3</sup> В основе этого лежит большая склонность населения к сбережению. Следует, однако, отметить, что во многих ПСС нет большой корреляции между нормой накопления и темпами экономического роста. Так, в 1994-1997 гг. при относительно высокой норме накопления (22-30%) темпы роста экономики в Венгрии, Чехии достигали 2-5%, а в Украине

---

<sup>3</sup> Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: Олимп-Бизнес, 2000, с.113.

и России имело место сокращение ВВП<sup>4</sup>. В значительной мере это связано с низкой эффективностью капиталовложений. В то же время одной из причин этого является то, что накопление (изначальным и главным источником которого, как уже говорилось, являются сбережения домашних хозяйств) превращается в бесперспективные инвестиции или вообще не превращается в них (оставаясь у населения в виде иностранной валюты, как в России и многих других странах СНГ).

Важную роль в эффективном использовании сбережений для инвестиций играет соответствие их структуры (прежде всего в отношении сроков) структуре инвестиционного спроса. Если сбережения носят (как в странах СНГ) в основном краткосрочный характер, а экономика нуждается в долгосрочных капиталовложениях, то необходимая для роста экономики связь между ними не может быть обеспечена. Это несоответствие можно устранить прежде всего путем повышения доверия населения к власти, национальной валюте, банкам и фондовому рынку.

В России и ряде других переходных экономиках фондовый рынок пока является малодоступным для граждан, т.е. массового инвестора.

Одним из средств, обеспечивающим связь сбережений, инвестиций, рынка ценных бумаг и стимулирование сбережений, является вложение средств граждан в негосударственные пенсионные фонды. В отличие от стран СНГ в западных странах и государствах Центральной и Восточной Европы развитие этих фондов стало необходимым фактором роста фондового рынка и экономики в целом. В связи с этим звучали предложения о необходимости широкой либерализации условий функционирования финансовой системы с целью ее использования в качестве фактора экономического роста.

При известном сходстве ситуации в развивающихся странах и ряде ПСС (прежде всего в некоторых странах СНГ), в последних существует ряд проблем, от решения которых зависит повышение роли фондового рынка в развитии экономики. К ним

---

<sup>4</sup> Wachstumsfaktoren in Transformationsländern. Osteuropa - Institut München, Working Papers N 211, Dezember 1999, s.43.

относятся такие вопросы, как низкая степень монетизации экономики, неэффективная аллокация финансовых ресурсов, отсутствие действенного корпоративного управления предприятиями.

Важная роль при определении роли фондового рынка в экономике принадлежит уровню ее монетизации, поскольку деньги являются одним из определяющих факторов хозяйственной активности. С уровнем насыщенности экономики деньгами прямо связаны проблемы ликвидности, наличия кредитных ресурсов и финансирования инвестиций. В макроэкономическом смысле степень монетизации хозяйственного оборота определяется как отношение денежной массы (денежные агрегаты  $M_2$  или  $M_3$ ) к ВВП.

Известный российский экономист Я.М.Миркин исследовал принципиально важную проблему связи между «финансовой глубиной» экономики и капитализацией рынка акций<sup>5</sup>. Выводы автора статьи являются ценным вкладом в разработку вопроса о роли фондового рынка в экономике ПСС. Я.Миркин отмечает, что «ключевым показателем финансовой глубины<sup>\*)</sup> считается *монетизация хозяйственного оборота, степень его насыщенности деньгами*»<sup>6</sup>.

В результате исследований Всемирного банка, которые охватывали несколько десятков стран, был сделан вывод о том, что темпы экономического роста разных стран, при прочих равных условиях, зависят от степени насыщенности экономики деньгами. Это видно из следующей таблицы.

---

<sup>5</sup> См.: Рынок ценных бумаг, 2000, № 2, с.9-11.

<sup>\*)</sup> Понятие финансовой глубины экономики стало употребляться в конце 80-х годов специалистами МБРР. Оно отражает связь между насыщенностью экономики деньгами, степенью развития финансовой денежно-кредитной системы и темпами экономического роста.

<sup>6</sup> Там же, с.9.

**Таблица 1**  
**Степень монетизации и темпы экономического роста**  
**в ряде постсоциалистических стран**

1990-1993	Темпы экономического роста в % % (среднегодовые за период)	Степень монетизации *) (в %%)
Чехия	-8,5	77
Венгрия	-4,9	48
Польша	-3,3	34
Россия	-9,5	24
Украина	-11,0	41
<b>1994-1996 гг.</b>		
Чехия	4,6	83
Венгрия	2,4	43
Польша	6,3	37
Россия	-0,4	18
Украина	-12,4	16

\*) отношение  $M_3$  к ВВП в %

Источник: International Financial Statistics.

В 1990-1993 гг. относительно высокая степень монетизации в Чехии и Венгрии имела место в условиях спада производства. Видимо, это связано с тем, что в тот период рыночные реформы еще не привели к развитию финансового сектора и растущая денежная масса не могла быть эффективно использована для обеспечения экономического роста. Фондовый рынок (особенно в Чехии) тогда еще только зарождался и не мог служить в качестве механизма перераспределения финансовых ресурсов.

В 1994-1996 гг. и в последующие годы в Чехии, Венгрии и Польше в результате развития банковской системы и фондового рынка мы наблюдаем большую корреляцию между уровнем монетизации и темпами экономического роста.

Монетизация экономики является важнейшим показателем «обеспеченности» экономики деньгами. Однако для оценки роли финансового и, в частности, фондового рынка в экономике необ-

ходимо учитывать и такой показатель, как «коэффициент финансовой взаимозависимости», разработанный американским экономистом Р.Голдсмитом.<sup>7</sup> Этот показатель рассчитывается как отношение совокупных финансовых активов к материальным за вычетом чистых зарубежных активов страны. Чистые зарубежные активы отражают соотношение внешней задолженности страны и ее резидентов и долгов, которые имеют нерезиденты перед данной страной, другими словами - соотношение государственных международных активов и пассивов.

На основе этой методологии В.Д.Миловидов рассчитал коэффициент финансовой взаимозависимости России на начало 1999 г. Соотношение финансовых и материальных активов составило всего 0,05 (в 1999 г. в США этот показатель превышал 2). Исходя из этого, он делает малоутешительный вывод, что «в России финансовой системы в традиционном смысле этого слова действительно нет. Ни о какой гипертрофированности финансового рынка, его ускоренном развитии вообще не идет речь. *Материальное богатство России фактически не обслуживается движением финансовых обязательств*, эту нишу и заполняют бартер, взаимозачеты, именно они составляют основу финансовой системы в России»<sup>8</sup>. На наш взгляд, этот вывод слишком категоричен. Видимо, будет правильнее сказать, что материальные активы обслуживаются *в основном* бартером, движением квазиденег и иностранной валюты.

В отношении ПСС, где финансовые рынки в целом и фондовые рынки в частности пока находятся в стадии становления (при всех различиях уровня их развития в отдельных странах), чрезвычайно важен вывод о том, что по мере развития экономики и финансовой системы возникает необходимость во все более

---

<sup>7</sup> The shares of financial intermediaries in National Wealth and National Assets. 1990-1949. 1954, № 7; A study of saving in the United States. Vol.1-3. 1955-1956. Princeton; Financial Structure and economic growth in advanced countries. An experiment in comparative financial morphology, in: Capital and economic growth. N.Y. 1955; Financial Structure and development. London, 1969.

<sup>8</sup> Рынок ценных бумаг, 1999, № 4, с.10.



крупных, ликвидных финансовых рынках (и фондовых рынках как их важнейшей части), через которые происходит перераспределение денежных ресурсов, необходимых для финансирования инвестиций в реальный сектор.

Уже отмеченная связь между монетизацией экономики и развитием фондового рынка наиболее отчетливо видна из сопоставления показателя капитализации рынка акций (отношение общей суммы котируемых на бирже акций к ВВП) и степени монетизации экономики. В расчетах Я.Миркина, сделанных за 1996 г. по 19 развитым и 50 формирующимся рынкам ценных бумаг на основе данных статистики МВФ и IFK Emerging Markets Factbooks по группам стран, сопоставлены показатели капитализации фондового рынка и степени монетизации, ясно видна тесная корреляция этих показателей. При уровне монетизации в 31,2% (в группе из формирующихся 13 рынков) капитализация фондового рынка составляет 0-10% ВВП. По мере повышения степени монетизации растет и уровень капитализации рынка акций. При значении первого показателя в 41,1% второй (для группы из 14 стран) составляет 10-20%, для 10 стран эти индикаторы равны соответственно 46,3% и 20-30%, для 8 стран - 47,9% и 30-60%, для трех стран с формирующимися рынками акций данные показатели составляют 62,3% и 60-100%.<sup>9</sup>

В более развитых ПСС также просматривается зависимость развития рынка акций от степени монетизации экономики. В ПСС, где рынки акций пока играют незначительную роль, сопоставление приведенных показателей не является содержательным. Известно, что в развитых рыночных экономиках при уровне монетизации в 85-87% капитализация достигает 60-100%. Если первый показатель больше 100%, то и капитализация превышает 100% ВВП.

Из всех этих данных можно сделать вывод, что чем больше степень монетизации народного хозяйства, т.е. чем больше финансовых средств проходит через финансовый рынок в целом, тем выше уровень капитализации рынка акций, тем большую функциональную роль (реально и потенциально) он играет в пе-

---

<sup>9</sup> Рынок ценных бумаг, 2000, № 2, с.10.

перераспределении финансовых ресурсов, обеспечении финансирования инвестиций и как фактор экономического роста.

При высоких темпах инфляции обостряется проблема кредитования и ликвидности. Недостаток ликвидности в экономике способствует развитию неплатежей, которые в первые годы реформ получили широкое распространение во всех ПСС и до сих пор имеют место во многих из них. Неплатежи в сочетании с дефицитом кредита крайне затрудняли или вообще парализовали финансирование производства. При этом неплатежеспособность предприятий (особенно государственных) не имела для них практически никаких последствий, т.к. отсутствовала (и во многих постсоциалистических государствах до сих пор отсутствует) процедура банкротства частных предприятий, а руководство государственных предприятий не отвечало по их долгам.

Проблема финансирования реального сектора в условиях неразвитости фондового рынка (прежде всего в странах СНГ) осложняется тем, что банковские кредиты предприятиям предоставляются на очень короткие сроки. В то же время в странах ЦВЕ, особенно во второй половине 90-х годов, наблюдается тенденция к расширению долгосрочного кредитования реального сектора. Так, в Венгрии к 1998 г. доля долгосрочных кредитов в общей сумме кредитов предприятиям повысилась до 40%. В Чехии она достигла почти 60%.<sup>10</sup> Правда, отчасти это связано с тем, что в 1995 г. коммерческие банки переоформили свои краткосрочные кредиты убыточным предприятиям в долгосрочные. В то время доля самофинансирования предприятий в финансировании капиталовложений в ЦВЕ составляла около 70%, и лишь 17% инвестиций финансировалось с помощью новых кредитов. В большинстве переходных экономик инвестиции до сих пор финансируются в основном за счет прибыли и в известной мере из внешних источников финансирования. Доля самофинансирования в ПСС продолжает быть высокой и находится примерно на уровне, который был типичным для промышленно развитых стран в первые годы их индустриализации и значительно выше,

---

<sup>10</sup> Wachstumsfaktoren in Transformationsländern. Osteuropa - Institut München, Working Papers N 211, Dezember 1998, s.53.

чем в развивающихся странах. Это отрицательно сказывается на развитии фондового рынка, ограничивая его роль в инвестиционном процессе.

Важным фактором, влияющим на сбережения, поступление денег на фондовый рынок и финансирование инвестиций в ПСС, является уровень реальных процентных ставок (прежде всего по вкладам). Если процентные ставки свободно формируются на рынке ссудных капиталов, то они регулируют движение сбережений и инвестиций в соответствии с соотношением спроса и предложения. При этом важнейшую роль в использовании сбережений для инвестиций играет механизм фондового рынка. Однако в действительности на уровень процентов оказывает влияние ряд других факторов, в результате чего он может отклоняться вверх или вниз от экономически оптимального. Манипулирование процентными ставками со стороны центральных банков многих ПСС приводит к тому, что они не стимулируют сбережения и инвестиции, не способствуют росту доверия к национальной валюте, повышению роли банковской системы и фондового рынка в экономике, в обеспечении экономического роста.

Во многих ПСС (прежде всего в государствах СНГ) реальные (т.е. скорректированные по индексу потребительских цен) ставки процентов по вкладам постоянно являются отрицательными или очень незначительно превышают темп инфляции. В странах СНГ значительная часть сбережений граждан находится «в чулке» в виде наличных денег в национальной и иностранной валюте. Оба эти фактора отрицательно сказываются на операциях на фондовом рынке и финансировании капиталовложений.

Очень скромная роль фондового рынка в финансировании экономики во многих ПСС в условиях низкого уровня ее монетизации находит свое отражение в высоких процентных ставках по кредитам. Если, например, в Венгрии уже в начале 90-х годов, а в Польше и Чехии с 1994 г. реальные процентные ставки по банковским кредитам находятся на приемлемом для предприятий уровне (3-5%), то в России и Украине в конце 90-х годов они были практически запретительными и блокировали использование кредитов для финансирования хозяйственной деятельности. Повышение процентов по государственным ценным бумагам в этих

странах в 1997-1998 гг. до 50-60% годовых с целью предотвращения оттока иностранного капитала с рынка этих бумаг сопровождалось ростом процентных ставок по кредитам. Использование процента для поддержания внешней финансовой стабильности отрицательно сказалось на финансировании реального сектора экономики и ликвидности предприятий. В данном случае уровень процента определялся не столько эффективностью банковской системы, сколько целями макроэкономической политики. Практика показывает, что величина реального процента по кредитам, превышающая 30% годовых, парализует любую экономическую деятельность. Опасность таких высоких процентных ставок состоит также в том, что они дают повод для административного распределения кредитов. Государство считает своей обязанностью обеспечивать кредитами еще не приватизированные государственные предприятия на льготных условиях, поскольку чрезмерно высокие процентные ставки не позволяют осуществить их «нормальное» кредитование. При высоких процентных ставках спрос на кредиты обычно предъявляют предприятия с низкой кредитоспособностью. Их не пугает высокая стоимость кредитов, поскольку они рассчитывают на то, что не смогут их погасить. При очень высоких процентах часто финансируются очень рискованные проекты, в то время как кредитоспособные предприятия, берущие на себя нормальные риски, не прибегают к таким кредитам. Для них доступный уровень процента приводит к затруднениям с ликвидностью и сокращению производства.

Существенная причина, затрудняющая развитие рынка ценных бумаг в ПСС, состоит в ошибочной и потому неэффективной аллокации финансовых ресурсов. Одновременно она является следствием неразвитости фондового рынка. В результате того, что в большинстве этих стран государство все еще оказывает большое влияние на движение кредитных и финансовых потоков, значительная часть средств минует фондовый рынок и направляется государственными и полугосударственными органами в распоряжение нерентабельных предприятий. Такое положение характерно прежде всего для стран СНГ. Однако в Польше, Венгрии, Чехии и других государствах ЦВЕ подобная практика все еще находила применение в основном в середине 90-х годов.

Правда, многие банки также заинтересованы в таком финансировании предприятий, поскольку за годы трансформации у них накопились, так называемые, «плохие» долги и в случае отсутствия ликвидности у предприятий они сами окажутся в трудном финансовом положении. О размерах «плохих» долгов есть лишь отдельные сведения. В частности, по имеющимся оценкам, в середине 90-х годов в Венгрии и Польше на эти долги приходилось примерно 30% от общей суммы банковских кредитов, предоставленных предприятиям и частным лицам. В Чехии эта доля составляла почти 40%,<sup>11</sup> причем в последующие годы она даже несколько повысилась.<sup>12</sup> Следует отметить, что ряд стран ЦВЕ (особенно Польша) принимают активные меры по реструктуризации «плохих» долгов.

В России и Украине влияние государства на движение кредитных потоков осуществляется с использованием довольно тонких технологий, которые не позволяют банкам отклонить просьбы правительства. В качестве средства давления при этом применяются такие меры, как возможное исключение данного банка из списка кредитных учреждений, через которые идут бюджетные средства или предъявление банкам заведомо невыполнимых требований в отношении их деятельности.

Аллокация финансовых ресурсов, часто осуществляемая с помощью государственного вмешательства, а не через механизмы финансового рынка, приводила и приводит к тому, что значительная часть инвестиций в экономику финансируется из средств бюджета. Это деформирует функционирование и развитие всех сегментов финансового рынка, в том числе рынка ценных бумаг, порождает рентоориентированное поведение экономических агентов и тормозит развитие экономики.

Важным фактором, влияющим на развитие фондового рынка, и повышение его роли в эффективной аллокации финансовых ресурсов, стимулирование экономического роста, играют действенное корпоративное управление и контроль (более подробно

---

<sup>11</sup> P.Bahra, C.I.Green, V.Murinde. Financial Reforms in Emerging Market Economies. Poznan, 1997, p.30.

<sup>12</sup> OECD, Economic Surveys 1997-1998, Czech Republik, Paris, 1998, p.60.

эта проблема рассматривается в п.1 главы III). Эффективное управление материальными и финансовыми активами приватизированных предприятий включает в себя управление ценными бумагами, обеспечение прав акционеров (прежде всего миноритарных). Оно создает основу для более активного использования фондового рынка в качестве источника финансирования инвестиций, их регулятора и катализатора.

В странах с развитой рыночной экономикой корпоративное управление и контроль играют определяющую роль во взаимодействии компаний с рынком ценных бумаг. В этом процессе на первом плане находится финансовый менеджмент, формирующий поведение фирмы на фондовом рынке в качестве эмитента и инвестора. К его важнейшим функциям относятся привлечение средств для финансирования деятельности предприятия, ведение переговоров с инвесторами, заключение и соблюдение финансовых договоренностей, обеспечение и сохранение рынка для ценных бумаг компании, поддержание отношений с инвестиционными банками, пенсионными фондами и другими возможными участниками фондового рынка в качестве партнеров для инвестиций. Одной из главных задач менеджеров является обеспечение постоянной конструктивной связи с акционерами, соблюдение их интересов. В ряде западных стран (прежде всего в ФРГ) в области корпоративного управления и контроля в открытых акционерных обществах первую скрипку играют коммерческие банки, владеющие крупными пакетами акций и правами по акциям, сданным банкам на хранение. Кроме того, предоставление кредитов компаниям часто увязывается с участием банков в осуществлении контроля. Здесь речь идет о контроле извне, который осуществляется наряду с внутренним контролем со стороны менеджмента и акционеров. Такая система связана со спецификой финансирования компаний, высокой долей самофинансирования, ролью банков и фондового рынка в обеспечении компаний финансовыми средствами.

В отличие от ФРГ в Англии и многих других западных странах финансирование компаний осуществляется в основном через рынок ценных бумаг. Поэтому они более восприимчивы к изменениям конъюнктуры этого рынка.

В сфере корпоративного управления и контроля часто возникают конфликты, связанные прежде всего с тем, что в условиях разделения функций собственности и контроля интересы менеджмента компании и владельцев капитала, как правило, не совпадают. Во главу угла менеджеры часто ставят не максимизацию прибыли, а развитие компании в ущерб этой главной цели. В связи с этим одной из принципиально важных проблем является наличие эффективного собственника и обеспечение его влияния на управление и контроль в компании. Эта проблема особенно остро стоит в тех ПСС, где проводилась ваучерная приватизация, в результате которой возникло распределение акций среди огромной массы граждан, препятствующее эффективному корпоративному управлению и контролю. При этом во многих случаях права контроля менеджмента значительно шире, чем права акционеров и чем его доля в акционерном капитале.

Специфика фондового рынка и банковской системы в ПСС (особенно в странах СНГ) состоит в том, что они пока не могут служить внешним механизмом проверки эффективности корпоративного управления и контроля. Распыленность прав собственности среди множества мелких акционеров, конфликты интересов в условиях неразвитости рынка акций не позволяют этому рынку выступать в качестве организма, «контролирующего» финансовую надежность предприятий.

В перспективе роль фондового рынка (как одной из главных частей финансового сектора) в экономике ПСС во многом будет зависеть от развития экономики в целом и всего этого сектора в частности. При этом особое значение имеет создание эффективной денежно-кредитной системы, которая осуществляет действенный контроль за денежным предложением. Уровень развития финансового сектора как совокупности денежно-кредитных и финансовых институтов и инструментов, обслуживающей движение материальных активов, образующих инвестиционный потенциал, в дальнейшем должен в большей мере соответствовать потребностям экономического роста. Для этого (особенно в странах СНГ) необходимы развитие и совершенствование институциональной основы финансового посредничества, прежде всего реструктуризация банковской системы и внедрение

финансовых инструментов, адекватных конкретным условиям данной страны.

В наиболее развитых странах ЦВЕ (Польше, Венгрии и Чехии), особенно под влиянием всесторонней перестройки институционально-правовых, валютно-финансовых и других составляющих государственного устройства и экономической системы в связи с их предстоящим вступлением в ЕС, роль финансового сектора в целом, банковской системы и рынка ценных бумаг в частности, по-прежнему значительно больше, и преобразования этого сектора осуществляются гораздо более активно, чем в России и других странах СНГ. В этих условиях Россия, другие Содружества и менее развитые государства ЦВЕ имеют возможность использовать полезный опыт стран-претендентов на присоединение к ЕС в области развития своих финансовых систем в целом и рынков ценных бумаг в частности.

### **1.2. Финансовая глобализация: возможности и опасности для постсоциалистических стран**

Постсоциалистические государства вступили на путь интеграции в мировую экономику на качественно новой стадии ее развития, когда интернационализация хозяйственной жизни переросла в процесс экономической глобализации. Специфика новой фазы интернационализации экономики состоит прежде всего в том, что взаимосвязь национальных хозяйств уже охватывает почти весь мир, т.е. становится глобальной. Характеризуя эту важнейшую особенность современных мирохозяйственных связей, О.Т.Богомоллов писал: «Бурное развитие компьютерной техники и электронных телекоммуникаций, появление высокоскоростного и более экономичного транспорта резко приблизили друг к другу все континенты и государства, создали необходимые предпосылки для стремительного нарастания трансграничных обменов. Переливающиеся из страны в страну потоки товаров и услуг, капиталов и людей, глобальные системы коммуникаций и информации, деятельность международных экономических и финансовых организаций образовали ткань глобальной экономики, в которую в большей или меньшей степени вплетены националь-



ные экономики. Любые разрывы в этой ткани стали грозить всеобщими бедами»<sup>13</sup>.

В нашу эпоху ряд острейших проблем человечества (ограниченность природных ресурсов, проблемы экологии, рост численности населения земного шара, опережающий его ресурсы, и т.д.) приобрел глобальный характер и требует эффективной координации политики многих стран, их совместных действий.

Еще одно новое качество мирохозяйственных связей состоит в том, что в результате распада мировой социалистической системы рынок вновь стал универсальной формой экономических отношений внутри стран и между ними.

Современный этап интернационализации экономической деятельности характеризуется существенными структурными изменениями в мировой экономике. Они выражаются в появлении новых индустриальных государств, которые раньше относились к развивающимся странам, усилении промышленного и финансового потенциала транснациональных корпораций (ТНК), которые являются главным элементом глобальной экономики, формировании региональных «блоков» (прежде всего ЕС).

Экономическая глобализация - процесс очень противоречивый, связанный со многими позитивными и негативными эффектами и вызовами, прежде всего для развивающихся и трансформирующихся стран. Однако и развитые страны не ограждены от этих явлений. Не случайно именно они, находясь «в одной лодке» с менее развитыми странами, первыми стали выступать с инициативами по реформированию мирового экономического порядка.

Экономическая глобализация как определяющее объективное направление эволюции человечества открывает для него новые социально-экономические перспективы. Однако обратная сторона медали состоит в том, что использовать преимущества глобализации в интересах прогресса цивилизации на основе только рыночных механизмов не представляется возможным. Особенно убедительно это показал финансовый кризис конца

---

<sup>13</sup> Богомолов О.Т. Моя летопись переходного времени. М.: Экономика, 2000, с.336-337.

90-х годов прошлого века. Корень проблемы использования положительных эффектов экономической глобализации в интересах всех стран следует искать в том, что тон в определении «правил игры» в мировой экономике пока продолжают задавать несколько самых мощных государств, на службе которых находятся главные международные финансовые и торговые организации. В то же время большинство остальных стран мира вынуждено действовать по указке этих «дирижеров» и подчиняться установленным ими правилам и условиям. При этом одним из главных условий является курс на либерализацию международной торговли и трансграничного движения капитала (внешняя либерализация) при одновременном стремлении добиться от менее развитых стран либерализации их внутренних финансовых рынков на основе их все большего дерегулирования (внутренняя либерализация). В результате взаимосвязи этих двух процессов происходит ослабление роли государства в национальной экономике, обеспечении национальных интересов страны. В условиях глобализации плоды либерализации торговли и финансовых потоков пожинают в основном промышленно развитые страны. Эти положения являются принципиально важными применительно к теме данного раздела и работы в целом.

Проблемы глобализации мировой экономики находятся в центре внимания ученых разных стран. Большой вклад в разработку основных аспектов и проблем глобализации вносит неформальный коллектив, созданный по инициативе М.С.Горбачева. В него вошли известные российские ученые. В работе приняли участие многие видные представители зарубежной науки, политических и деловых кругов. Руководство исследованием проблем экономической глобализации было возложено на академика О.Т.Богомолова. Цель проекта состоит в создании концепции международного порядка, обеспечивающего гармоничное развитие человечества.

Важнейшей составляющей процесса экономической глобализации является глобализация финансовая, в основе которой лежит все большая взаимосвязь и взаимозависимость финансовых рынков отдельных стран. Джордж Сорос отмечал, что в мире «возникла гигантская система циркуляции, перекачивающая ка-

питал на финансовые рынки и институты в центре, а потом переносившая его на периферию - либо непосредственно в форме кредитов и инвестиционных портфелей, либо косвенно - через многонациональные корпорации»<sup>14</sup>.

Международное движение капитала в разных формах - наиболее масштабная и динамичная область глобальной мировой экономики. Его «стоимостной объем» значительно превосходит мировую торговлю товарами, при этом все возрастающую роль в инвестиционных потоках играет краткосрочный спекулятивный капитал. К нему относятся, прежде всего, иностранные депозиты в коммерческих банках и вложения иностранных инвесторов в государственные ценные бумаги и в меньшей степени в акции.

Постоянно возрастает объем операций на международных финансовых рынках. В 1998-1999 гг. ежедневный трансграничный переток капиталов составлял 1,5-2,0 трлн.долл. по сравнению с 600-800 млрд.долл. в конце 80-х годов прошлого века.<sup>15</sup> Международные валютно-финансовые отношения превратились в относительно самостоятельную сферу мировой экономики, которая при современном состоянии международной финансовой системы и отсутствии координации действий национальных, межгосударственных и наднациональных органов не поддается сколько-нибудь эффективному регулированию, способному обеспечить необходимую стабильность финансовых рынков и экономического развития прежде всего более слабых государств.

Интеграция ПСС в международную финансовую сферу предполагает повышение степени открытости их экономик. В этом процессе существенную роль играет либерализация валютного режима, которая открывает для транзитных государств широкие возможности, но в то же время таит в себе большие опасности, если проводится скоропалительно, не соответствует экономическим возможностям страны и степени развития ее финансовой системы. В 90-х годах многие ПСС сделали принципиально важный шаг - присоединились к статье VIII Устава МВФ, т.е. обязались не применять ограничений в расчетах по текущим

---

<sup>14</sup> Сорос Д. Кризис мирового капитализма. М.: Инфра-М, 1999, с.111.

<sup>15</sup> Проблемы прогнозирования, 2000, № 5, с.108.

операциям. Положения этой статьи не касаются ограничений капитальных операций. Однако во многих из этих стран при отсутствии эффективного контроля за трансграничным движением капитала он фактически довольно свободно притекает в страну и перемещается за рубеж. Международный опыт убедительно показал обоюдоострый характер валютной либерализации, не всегда учитываемый ПСС.

О.Т.Богомолов отмечает, что «важнейшая особенность современной валютно-финансовой системы состоит в высочайшей степени интернационализации капитала при сохраняющейся национально-государственной форме организации денежно-финансовых систем»<sup>16</sup>. В связи с этим национальные финансовые системы открывают путь для влияния внешних потрясений на финансовых рынках на состояние внутреннего монетарного и финансового хозяйства. Это влияние может быть особенно опасным для государств со слабой финансовой системой. Дело в том, что в условиях глобализации и ее неперемного «спутника» - либерализации финансовых потоков финансовые кризисы приобрели глобальный и особенно разрушительный характер.

Довольно затруднительно вывести баланс плюсов и минусов финансовой глобализации для ПСС, учитывая множество связанных с этим факторов и их различный характер. Следует отметить, что, как показал их опыт, равнодействующая противоположных сил в процессе участия этих государств в мировой финансовой системе в значительной мере определяется адекватностью экономической политики их правительств решению внутренних задач, специфике складывающейся внешней обстановки, возможностям национальной экономики в отношении ее адаптации и ответов на вызовы глобализации

Либерализация движения финансовых потоков выгодна инвесторам, поскольку открывает для них большие возможности при формировании их инвестиционных портфелей. В то же время она выгодна и для стран, являющихся сферами приложения капитала. Реципиенты капитала получают финансовые ресурсы, технологии, опыт в области корпоративного управления, осваи-

---

<sup>16</sup> Богомолов О.Т. Моя летопись..., с.350.

вают новые финансовые инструменты и т.д. Все это может способствовать их экономическому росту, развитию конкурентоспособных и эффективных финансовых рынков, конкурентной среды, переходу на рельсы цивилизованной рыночной экономики.

Иностранный капитал прямо или через расширение государственного финансирования и банковского кредитования может быть важным фактором развития производства, увеличения потребления и роста благосостояния населения стран-реципиентов. Набор услуг, предоставляемых финансовыми учреждениями этих стран, может стать более широким, а качество их - более высоким в результате расширения доступа зарубежных банков и других финансовых институтов на внутренний рынок. В то же время более либеральный режим вывоза капитала из ПСС позволяет их инвесторам диверсифицировать свои финансовые портфели, стимулировать экспорт товаров и укреплять свои позиции на внешних товарных и финансовых рынках.

Если в целом оценивать опасности и проблемы, с которыми связана финансовая глобализация для ПСС, то наряду с уже отмеченной ролью валютно-финансовой системы, определяющей специфику внешнего влияния на национальную экономику, необходимо прежде всего отметить следующие обстоятельства.

В глобальной экономике большинство ПСС в отличие от промышленно развитых стран не в состоянии эффективно противостоять внутренним последствиям колебаний валютных курсов, резким изменениям в движении капиталов и другим дестабилизирующим факторам, поскольку они, помимо других особенностей, по справедливому мнению венгерского экономиста М.Шимаи, «не обладают необходимым опытом и инструментами экономической политики, как, например, новые рыночные экономики». Нельзя также не согласиться с ним, что «существенной угрозой является то, что с интеграцией финансовых рынков риск системных провалов будет возрастать. Спекулянты могут подорвать стабильность национальных валют, принуждая правительства принимать дорогостоящие меры и способствуя росту безрабо-

тицы и нищеты»<sup>17</sup>. На наш взгляд, это будет происходить в том случае, если мировое сообщество не примет необходимых коллективных мер по предупреждению деструктивных финансовых потрясений.

Уязвимость менее развитых стран к внешним финансовым шокам, одним из основных передающих механизмов которых является формирующийся рынок ценных бумаг этих стран, повышается в современную эпоху, поскольку в условиях глобализации финансовые кризисы приобрели «комплексный» характер. Они действуют «кумулятивно»: валютный кризис, обостряющийся под влиянием бегства капитала и действующий как взрыватель, переплетается с бюджетным, долговым, денежно-кредитным, банковским, охватывая всю финансовую сферу, а затем и реальный сектор экономики. Все эти кризисы накладываются на острые структурные и социальные проблемы ПСС. Особенно отчетливо это проявилось во время кризиса 1998 г. в России.

Экономическая глобализация и ее важнейший элемент - глобализации финансовых рынков на основе внешней и внутренней либерализации подрывают роль государства, его необходимые регулирующие функции. Реальный контроль над национальным хозяйством постепенно все больше оказывается в руках ТНК, международных финансовых организаций, цели и интересы которых зачастую совершенно не соответствуют целям и интересам данного государства. В связи с этим А.Н.Быков справедливо отмечает, что глобализация и либерализация «сводят на нет возможности отдельных стран регулировать и определять свою национальную экономическую и финансовую политику, ограничивая, по существу, национальный суверенитет»<sup>18</sup>. Насколько серьезна эта опасность, показал кризис конца 90-х годов, когда массы спекулятивного капитала заполнили рынки ряда стран, а затем быстро их покинули, вызвав опустошительные экономические

---

<sup>17</sup> Цит. по: Макроэкономическая и финансовая политика в кризисных ситуациях: мировой опыт и российская действительность. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1999, с.11.

<sup>18</sup> Проблемы прогнозирования, 2000, № 5, с.110.

последствия. В условиях высокой мобильности капитала ослабляется финансовая основа государства, поскольку у него меньше возможностей для сбора налогов. Кроме того, регулирование фондового рынка отстает от финансовых инноваций, связанных со все более широким применением производных финансовых инструментов, и это является важным дестабилизирующим фактором в функционировании национальных и международных финансовых рынков.

Плюсы и минусы финансовой глобализации необходимо оценивать с учетом особенностей форм трансграничного движения капитала. Так, влияние притока в страну долгосрочных инвестиций (прямых и портфельных) могут оказывать на ее экономику уже отмеченное выше позитивное влияние, хотя и эти формы вложений капитала имеют свои отрицательные стороны. В частности, при прямых инвестициях могут происходить замена местных полуфабрикатов импортными, вытеснение экспортеров данной страны с рынка, сокращение налоговых поступлений в результате применения трансфертных цен во внутреннем обороте иностранных инвесторов, вмешательство иностранных компаний в политическую жизнь государства-реципиента.

Приток краткосрочного (в основном спекулятивного капитала) отличается повышенной волатильностью. Его движение в значительной мере определяется разницей в процентных ставках внутри страны и за рубежом. Соответственно либерализация притока краткосрочного капитала связана с большим риском.

Отток капитала из страны в условиях дефицита инвестиций в большинстве ПСС в целом означает сокращение ее инвестиционного потенциала. Однако, если он происходит в форме обычных прямых инвестиций, то может способствовать расширению экспорта и закреплению на новых рынках. Если же капитал «бежит» из страны и оседает в офшорных банках, то страна не получает от этого никакой экономической выгоды. Бегство капитала означает вычет из ее национального богатства.

Негативные последствия глобализации финансовых рынков, от которых больше всех страдают менее развитые страны, вызывают обоснованную тревогу в постсоциалистических госу-

дарствах, поскольку становятся одним из главных факторов, от которых зависит успех трансформации.

Кризисные потрясения конца 90-х годов особенно рельефно показали недостатки международной финансовой системы и необходимость ее реформирования. Можно сказать, что на пороге нового столетия в целом «уже достигнуто общее понимание целей и принципов реформы»<sup>19</sup>. Разработка основных составляющих реформы должна координироваться международными форумами на базе международных финансовых организаций. Первый шаг в этом направлении был сделан в апреле 1998 г., когда по инициативе Казначейства США была создана Временная рабочая группа министров финансов и председателей центральных банков 22 самых крупных развитых и развивающихся государств. На первых совещаниях этой «Группы 22» были приняты общие рекомендации по направлению реформы. Затем для увеличения числа стран, участвующих в обсуждении новой финансовой системы, весной 1999 г. прошло заседание «Группы 22». На основе этой группы была образована «Группа 20». Кроме этого, проблемами реформирования международной финансовой системы занимаются специалисты стран «большой семерки», региональных экономических блоков, МВФ, МБРР, специальных групп при правительствах ряда развитых и развивающихся стран.

Основополагающий принцип при разработке реформы состоит в использовании глобального и скоординированного подхода к созданию новой международной финансовой системы. Конечно, при осуществлении реформы основу составляют национальные государства как главные политические структуры, входящие в эту систему. Однако, как справедливо считает Ю.Шишков, «... одного лишь этого уровня регулирования, как и привычных многосторонних конвенций о благопристойном поведении государств, явно недостаточно. Каркас глобальной контролирующей и регулирующей системы по необходимости должен опираться на две опоры - национальные государства как ос-

---

<sup>19</sup> Реформа международной финансовой системы. М.: ТЭИС, 2001, с.105.



новные низовые регуляторы и некую надгосударственную структуру, координирующую и направляющую действия последних»<sup>20</sup>.

Подобная «конструкция» уже применяется в области международной торговли, которая в последнее десятилетие прошлого века подверглась существенной либерализации (в рамках ГАТТ, а затем ВТО), и в целом привела к положительным результатам. На рубеже веков на первый план вышла проблема регулирования международного движения капитала, прежде всего с целью предотвращения миграции огромных масс краткосрочного спекулятивного капитала между странами. Характеризуя роль перетока капиталов в глобальной экономике при существующей финансовой системе, Дж.Сорос пишет, что колебания финансовых рынков, как считает теория, подобны не движениям маятника, который в конечном счете приходит в точку равновесия. «Вместо этого... финансовые рынки скорее повели себя как разрушительный шар - они перекачивались из страны в страну и сметали более слабые рынки». И здесь же он отмечает. «Трудно избежать вывода, что международная финансовая система сама стала главным фактором кризисного процесса.»<sup>21</sup> В этих условиях первоочередной является задача разработки такой международной финансовой системы, которая позволила бы стабилизировать финансовые потоки и амортизировать связанные с ними возможные шоки и кризисы. При этом необходимо обратить внимание на изменение отношения к либерализации финансовых рынков со стороны МВФ и МБРР. Если до кризиса в Юго-Восточной Азии международные финансовые организации считали, что главным антикризисным средством является ускорение либеральных реформ и, в частности, устранение ограничений в движении капиталов, то под влиянием событий 1997-1999 гг. МВФ уже стал выступать в поддержку таких ограничений для защиты экономики более слабых стран от пагубного влияния внешних шоков.

Принципиально важным моментом прежде всего для развивающихся и ПСС является то, что разумные ограничения в об-

---

<sup>20</sup> Мировая экономика и международные отношения, 1999, № 11, с.6.

<sup>21</sup> Сорос Д. Кризис мирового капитализма. М.: Инфра-М, 1999, с.149-150.

ласти перемещения капитала стали одной из основных составляющих реформы международного финансового механизма. При этом все другие направления реформы в конечном счете призваны способствовать «оздоровлению» структуры международных финансовых потоков, сокращению в них доли краткосрочного спекулятивного капитала, например, путем ограничения краткосрочных внешних заимствований, развития внутренних рынков капиталов. Одновременно позитивным изменением структуры международного движения капиталов, особенно актуальным для трансформирующихся стран, стало бы повышение в ней доли прямых инвестиций. Одним из основных условий этого является улучшение инвестиционного климата и повышение привлекательности этих стран для иностранных инвесторов. При этом очень важную роль призвано сыграть повышение эффективности корпоративного управления.

На национальном уровне перестройка финансовой системы во многом зависит от проведения конструктивной монетарной и бюджетной политики, достоверной информации о ней и действительном состоянии экономики страны. При значительной степени открытости экономик необходима их информационная прозрачность в отношении данных о бюджете, торговом и платежном балансе (в том числе о притоке и оттоке капитала), валютных резервах и других основных финансовых и экономических показателях. Большое значение имеет предоставление своевременной и надежной информации о финансовом положении государственных и частных заемщиков. Этому должно способствовать применение единых международных стандартов в отношении качества соответствующей информации, а также кодексов поведения, регулирующих раскрытие информации. Очевидно, что это является одним из важнейших условий обеспечения доверия инвесторов и кредиторов к партнерам из других стран, их финансовым рынкам, особенно к рынкам развивающихся и постсоциалистических государств.

Важными направлениями реформы являются усиление надзора над банками и небанковскими финансовыми учреждениями (на основе стандартов Базельского комитета по банковскому надзору), улучшение национальных процедур, регулирующих бан-

кротство банков и небанковских компаний, поддержание минимального уровня внешнего финансирования, укрепление систем социальной защиты населения.

Для ПСС большое значение имеют меры не только по предупреждению финансовых кризисов, но также способы управления их разрешением. При этом, по мнению экспертов, важнейшим условием успеха является своевременное участие в решении возникших финансовых проблем инвесторов и кредиторов. Полагают, что государствам-заемщикам необходим специальный механизм достижения договоренностей с кредиторами о реструктуризации задолженности для недопущения паники на рынке. Международные эксперты считают, что «в критической ситуации страна может прибегать к полной приостановке внешних платежей до подписания соглашения о реструктуризации». Они полагают, что «особая роль в этом случае отводится МВФ, который должен помочь в убеждении кредиторов относительно необходимости введения моратория и реструктуризации долга, а также увязывать предоставление ликвидной поддержки с прогрессом в достижении реструктуризации внешнего долга на приемлемых условиях»<sup>22</sup>.

На международном уровне обсуждаются направления реформирования МВФ и МБРР, деятельность которых уже не отвечает современным вызовам и условиям, не может поддерживать устойчивость мировой финансовой системы в эпоху глобализации. При этом обращается внимание на то, что ресурсы МВФ явно недостаточны для поддержания нуждающихся в них стран, что эта организация не способна принимать действенные меры по предупреждению и разрешению кризисных ситуаций. Подвергаются серьезной критике стабилизационные программы Фонда, часто не учитывающие особенностей данной страны и применяемые шаблонно. МВФ упрекают в том, что предоставляемые кредиты фактически использовались для того, чтобы финансировать бегство капиталов, «как это случилось в России».<sup>23</sup> Этот упрек в

---

<sup>22</sup> Реформа международной финансовой системы, с.112.

<sup>23</sup> Аникин А. История финансовых потрясений. М.: Олимп-Бизнес, 2000, с.299.

адрес Фонда высказал известный американский экономист Р.Дорнбуш.

Для повышения роли МВФ в международной финансовой системе увеличиваются его кредитные ресурсы. В 1997-1998 гг. Совет управляющих принял решение об увеличении квот государств-членов на 45% (т.е. до 211 млрд.СДР) после получения согласия государств-членов, взносы которых составляют не менее 85% общей суммы квот. В то же время продлено Общее соглашение о заимствовании на следующие пять лет, т.е. до конца 2003 г., а в ноябре 1998 г. вступило в силу новое соглашение о заимствовании еще на 34 млрд.СДР<sup>24</sup>. При этом предусмотрено, что дополнительные ресурсы будут использоваться для помощи на более жестких финансовых условиях.

Помимо повышения финансовой базы Фонда разрабатываются меры по усилению его ответственности за состояние международной финансовой системы. Они касаются возможного наделения Фонда большими полномочиями в области надзора за соблюдением государствами-членами правил поведения, стандартов финансовой отчетности, раскрытия информации. При этом одна из важных проблем состоит в регулировании деятельности наиболее «рисковых» инвестиционных фондов и крупных институциональных инвесторов, которая является существенным фактором неустойчивости мировой финансовой системы.

Особое внимание уделяется проблеме осуществления Фондом контроля за целесообразностью мер национальных властей по либерализации движения капитала, особенно в развивающихся и ПСС. Как уже отмечалось, эти страны на собственном опыте (особенно во время кризиса конца 90-х годов) убедились в том, что неоправданно высокая степень либерализации капитальных операций чревата опасными последствиями для их экономики, поскольку означает непосильную нагрузку на их пока еще очень слабый финансовый сектор. Помимо большинства развивающихся стран этот вывод особенно важен для России, других стран СНГ и менее развитых государств ЦВЕ. В то же время взвешенная политика «продвинутых» стран ЦВЕ в области регулирова-

---

<sup>24</sup> МЭМО, 1999, № 11, с.8.

ния движения капиталов в значительной мере оградила их от пагубного влияния внешних финансовых шоков.

В сфере международных отношений более значительную роль в обеспечении стабильности глобальных финансовых связей призвано сыграть развитие взаимодействия стран при обсуждении важнейших финансовых проблем с целью принятия необходимых мер по предотвращению возможных потрясений или смягчению их последствий.

Политики, представители бизнеса, ученые разных стран предлагают различные рецепты для совершенствования международной финансовой системы. При этом часто высказываются противоположные точки зрения в отношении режима межстранового перетока капиталов. Так, бывший глава казначейства США Л.Саммерс выступает против каких-либо ограничений движения капитала, поскольку они, по его мнению, препятствуют его эффективному использованию<sup>25</sup>. В то же время американский экономист Д.Родрик (на наш взгляд, довольно наивно) считает, что новый мировой экономический порядок можно установить только на основе многосторонних межгосударственных соглашений, которые дают каждому государству право в случае необходимости вводить ограничения на трансграничное движение товаров и капиталов. М.Ф.Монтес и В.В.Попов полагают, что из-за несовершенства финансовых рынков в развивающихся и транзитивных странах в целом и фондовых рынков в частности для этих стран не подходит режим совершенно свободного трансграничного движения капитала. По их мнению, с которым автор полностью согласен, «... чтобы национальные власти имели свободу маневра в области монетарной политики и установления валютного курса во время некризисного развития (и с целью предотвращения кризисных ситуаций), необходимы ограничения на импорт капитала в форме налогов и прямого административного контроля. Выбор инструментов такой ограничительной политики, конечно, будет зависеть от специфических целей конкретных

---

<sup>25</sup> Проблемы прогнозирования, 1999, № 5, с.113.

стран и от их административных возможностей эффективно применять эти ограничения»<sup>26</sup>.

Дж.Сорос считает, что рыночная стихия несовместима с устойчивым развитием. Он выступает за регулирование международных финансовых потоков и утверждает, что «необходим институт, координирующий рост кредита во всемирном масштабе - международный центральный банк»<sup>27</sup>. По его мнению, создание такого банка должно означать расширение функций МВФ и МБРР. Особенность предлагаемого им нового института состоит в том, что новые займы будут использоваться не для обслуживания существующих долгов, а для «стимуляции мировой экономики» в период, когда ликвидация невыплаченных займов оказывает депрессивный эффект и такая стимуляция жизненно необходима»<sup>28</sup>.

Поиск путей совершенствования международной финансовой системы и «амортизации» негативных последствий глобализации для более слабых стран, начатый в конце 90-х годов, продолжается. Пока все сводится к дискуссиям, консультациям, разработке различных вариантов и схем. По сути дела, пока речь идет лишь о намерениях, и до реальных действий еще предстоит пройти сложный и большой путь. Этот процесс связан с острой борьбой прежде всего между США, ЕС и Японией за валютную гегемонию в мире. Особую активность при этом проявляют США, стремящиеся сохранить и укрепить позиции доллара. Поэтому США выступают против каких-либо региональных институтов, аналогичных МВФ, валютных соглашений и союзов, направленных на ограничение роли американской валюты. В то же время США намерены на основе доллара создать валютный союз, объединяющий страны Северной и Южной Америки. От политики США во многом зависит направление реформирования МВФ, где они играют первую скрипку.

---

<sup>26</sup> Монтез М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь»? М.: Дело, 2000, с.122-123.

<sup>27</sup> Сорос Д. Алхимия финансов. М.: Инфра-М, 1997, с.374.

<sup>28</sup> Там же.

В процессе разработки мер по совершенствованию мирового экономического порядка и, в частности, определению путей обеспечения стабильности международной финансовой системы развитые страны пока мало прислушиваются к голосу ПСС. Между тем в России и других ПСС есть серьезные работы, посвященные реформированию мировой финансовой системы. В частности, профессор Л.З.Зевин в статье «Глобальная финансовая система в поисках регулирующих механизмов»<sup>29</sup> отмечает противоречия глобализационного процесса и финансовой сферы как минимум троякого рода. Во-первых, это несоответствие между все более глобальной природой экономических процессов и сохраняющимся их регулированием в национальных рамках, отсутствием эффективных общемировых регулирующих структур. Во-вторых, исключительно большие и нарастающие различия в темпах отдельных глобализационных процессов и «освоенных» ими пространств. В-третьих, ослабление регулирующей роли государства и огромная дифференциация в обеспеченности материальными, финансовыми, кадровыми и информационными ресурсами между западными странами и их ТНК и остальным миром, лишаящая большинство входящих в него стран надежды на эффективное участие в глобальной экономике. Он указывает на то, что предстоящие десятилетия будут характеризоваться «выяснением отношений» между представителями двух парадигм мировой финансовой системы: приверженцами «чистого» капитализма, которым уже не удастся игнорировать необходимость использования регулирующей роли национальных государств, интеграционных объединений и международных финансовых организаций для обеспечения бесперебойного функционирования финансовых рынков и институтов в интересах всех участников глобальных процессов и противниками глобализации, которые вынуждены тем не менее считаться с объективным характером этого явления. Он считает необходимым для России точно определить в данном диалоге свою позицию.

Всеобъемлющий характер глобализации предполагает, что обсуждение и способы решения ее основных проблем пойдут на

---

<sup>29</sup> См.: Российский экономический журнал, 2001, № 5-6, с. 71-80.

пользу всем участникам мирового сообщества. Очевидно, что это возможно лишь тогда, когда выработка таких рекомендаций будет более демократичной. Здесь, по мнению авторов научного доклада «Модель экономического развития России в эпоху глобализации: роль внешнего фактора», возможны два варианта: «Либо состав «большой семерки» при обсуждении данной проблемы расширяется за счет привлечения Китая, Индии, Бразилии и России, либо помимо этого форума формируется другой, более широкий по составу и проблематике обсуждаемых вопросов. При втором варианте представляется целесообразным создать в ходе реформирования ООН Совет экономической безопасности, который мог бы формировать международные механизмы со сбалансированным представительством интересов основных участников процесса глобализации»<sup>30</sup>.

На наш взгляд, эти предложения, которые, кстати, уже были высказаны на ряде международных форумов, заслуживают самого серьезного внимания «архитекторов» новой системы мирохозяйственных связей.

### **1.3. Формирование фондового рынка в переходной экономике (теоретический аспект)**

Становление фондового рынка как одной из основных системных составляющих формирующейся рыночной экономики ПСС и повышение экономической его роли в этих странах во многом зависят от их стратегии и политики развития, адекватности их научной базы требованиям и вызовам современности, последовательности осуществления с учетом особенностей конкретных стран. В ряде ПСС (прежде всего в России) это важнейшее условие не было учтено или было учтено лишь отчасти.

В связи с этим возникают новые подходы к стратегии и политике перехода к рынку.

---

<sup>30</sup> Зевин Л.З., Стрепетова М.П., Ушакова Н.А. Модель экономического развития России в эпоху глобализации: роль внешнего фактора. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000, с.15.



Ученые и политики пересматривают свои взгляды на роль государства в экономике, по-новому оценивают методы приватизации, процесс дерегулирования с учетом последствий глобализации.

В то же время среди ученых по-прежнему существуют принципиальные различия в подходах к трактовке многих основных явлений и процессов, происходящих в переходных экономиках, направлений и эффективности экономических реформ, формирования отдельных рыночных институтов. Это в полной мере относится и к рынку ценных бумаг в ПСС. (Сразу оговоримся, что в данном разделе главное внимание мы уделяем фондовому рынку в России и других странах СНГ, поскольку наиболее развитые страны Центральной и Восточной Европы, претендующие на вступление в ЕС в ближайшие годы, активно перестраивают свои финансовые системы применительно к требованиям и правилам Евросоюза и уже не являются типичными с точки зрения теоретических и практических аспектов развития транзитивной экономики.)

Прежде всего существенные расхождения среди ученых касаются необходимости создания фондового рынка уже на начальном этапе трансформации как одного из основных финансовых институтов будущей рыночной экономики. Здесь есть крайние точки зрения. Академик В.В.Ивантер обращает внимание на то, что, например, российская «экономика (в условиях спада - Н.К.) никакого фондового рынка не требовала, мы его создавали из тех соображений, что он есть в других странах, а там очень благополучная экономика»<sup>31</sup>.

Ю.А.Петров, анализируя итоги глобального финансового кризиса, рассматривает корпорации как альтернативный банкам и фондовому рынку механизм перелива капитала. Он считает, что «основной формой межотраслевого и межрегионального (международного) перелива капитала является реинвестирование предприятиями, их объединениями (метакорпорациями) прибыли и амортизации в новые производства», и полагает, что «... единственным выходом из ситуации всеобщей неплатежеспособности и

---

<sup>31</sup> Индикатор, 2000, № 6, с. 13.

краха кредитной системы в России является создание мощных концернов и ФПГ, обеспечивающих межотраслевой и межрегиональный переливы капитала между предприятиями группы - подобно тому, как это делали в последние десятилетия финансово-промышленные группы в Японии и азиатских «тиграх»<sup>32</sup>.

На наш взгляд, эта точка зрения, направленная на повышение роли самофинансирования компаний, противоречит современной доминирующей тенденции к росту значения фондовых рынков, к их все более тесному взаимодействию в эпоху глобализации.

Большинство российских экономистов, к которым автор причисляет и себя, и ученых стран СНГ считает, что фондовый рынок является одним из необходимых и важнейших рыночных институтов, создаваемых в процессе трансформации, институтов, которые следует активно развивать и совершенствовать уже с первых шагов к рынку с учетом опыта ведущих стран мира. Так, президент Национальной фондовой ассоциации К.А.Волков полагает, что «фондовый рынок является важнейшим механизмом инвестиционного процесса, от функционирования которого в значительной мере зависит успех экономических реформ»<sup>33</sup>. Генеральный директор ММВБ А.В.Захаров отмечает, что «фондовый рынок является жизненно важной отраслью рыночной экономики»<sup>34</sup>.

В основе различных взглядов на роль и место рынка ценных бумаг в экономике ПСС с научной точки зрения в конечном счете лежит приверженность тех или иных ученых к одному из двух традиционных подходов к путям превращения ПСС в страны с развитой рыночной экономикой: монетаристскому и неокейнсианскому (дополненному институционализмом). При этом дискуссия касается скорости либерализации экономики и приватизации, целесообразности стимулирования совокупного спроса с помощью мер монетарной и бюджетной политики, формирова-

---

<sup>32</sup> Российский экономический журнал, 2000, № 5-6, с. 51.

<sup>33</sup> Индикатор, 2000, № 6, с. 14.

<sup>34</sup> Известия, 2000, 15 ноября.

ния необходимых рыночных институтов, одним из основных среди которых является рынок ценных бумаг.

Общее типичное заблуждение ряда экономистов в ПСС, особенно неолиберальных реформаторов в России, состоит в том, что они выдают желаемое за действительное, полагая, что уже после первых шагов в области либерализации экономики страна начинает жить в основном в рыночном режиме. Отсюда вытекает неадекватность мер экономической политики в целом и в отношении фондового рынка в частности.

Прежде чем рассмотреть упомянутые два подхода к трансформации с точки зрения возможности их позитивного влияния на ее развитие (здесь необходимо сказать, что не следует воспринимать рассмотрение проблем трансформации как подмену предмета исследования данной работы, поскольку развитие фондового рынка органически системно связано с их решением и в то же время существенно влияет на продвижение по пути к рыночной экономике), отметим, что сторонники монетаризма в ПСС (часто понимаемого реформаторами весьма примитивно и даже искаженно, что приводит к дискредитации монетаризма как одного из основных направлений современной экономической науки) привносят в национальную экономику идеи «разработчиков» и приверженцев так называемого «Вашингтонского консенсуса». Эта «доктрина» стала главным путеводителем для неолиберальных реформаторов прежде всего в России и других странах СНГ.

Как известно, первоначально этот Консенсус был ответом на структурный кризис в странах Латинской Америки в 80-е годы. В то время рынки в этом регионе функционировали недостаточно хорошо, что отчасти было связано с неэффективной государственной политикой. МВФ, МБРР и министерство финансов США разработали своего рода принципы и цели экономической политики, направленной на исправление ситуации в регионе, которыми стали в своей деятельности руководствоваться Фонд и Всемирный банк.

Приводимые ниже «составляющие» этого «руководства к действию» представляют собой стандартный набор мер, направленных на оздоровление экономики (сначала они относились к

развивающимся странам, а затем и ПСС). Главные цели при этом состояли в свертывании государственного сектора, форсированной либерализации экономики и проведении рестриктивной монетарной и бюджетной политики. Авторы Консенсуса рассчитывали на то, что финансовая стабилизация после недолгого спада быстро позволит обеспечить устойчивый экономический рост.

Очевидно, что все меры в рамках Консенсуса оказали и продолжают оказывать большое влияние на формирование фондового рынка в ПСС как рынка, открытого для внешнего мира и лишенного необходимых (особенно в условиях глобализации) регулируемых государством защитных механизмов.

К главным положениям «Вашингтонского консенсуса», сформулированным в начале 90-х годов, относятся:

- финансовая дисциплина. Дефицит бюджета не должен быть большим, чтобы его можно было покрыть без применения инфляционного налога;
- приоритет общественных расходов. Расходование средств должно быть переориентировано со сфер, важных с политической точки зрения, на сферы с высокой экономической отдачей и потенциально способные улучшить распределение доходов;
- налоговая реформа должна включать в себя расширение налогооблагаемой базы и снижение предельных налоговых ставок;
- финансовая либерализация. Ее внешним приоритетом являются рыночно ориентированные процентные ставки. Однако опыт показывает, что такие ставки не должны угрожать платежеспособности производственных предприятий и правительства;
- режим валютного курса. Страны нуждаются в едином (по крайней мере для внешнеторговых сделок) валютном курсе, установленном на уровне, обеспечивающем достаточную конкурентоспособность и расширение вывоза нетрадиционных экспортных товаров и гарантии поддержания такой конкурентоспособности в будущем, либерализация внешней торговли. Количественные ограничения необходимо как можно быстрее заменить пошлинами, которые должны последовательно снижаться до общепринятых величин в диапазоне 10-20%;

- прямые иностранные инвестиции. Необходимо устранить искусственные барьеры в этой области. Иностранному и национальным предприятиям должны быть предоставлены равные условия;

- приватизация. Государственные предприятия должны быть приватизированы;

- дерегулирование. Правительства должны устранить ограничения, которые препятствуют созданию новых предприятий или сдерживают конкуренцию. В противном случае правительство должно представить доказательства, что ограничения введены в целях государственной безопасности, охраны окружающей среды или надзора за финансовыми организациями;

- права собственности. Законодательство должно надежно обеспечивать права собственности.

Принципы Консенсуса не могли найти эффективного применения в ПСС, поскольку они были предназначены для развивающихся стран, уже имевших рыночную экономику. Как показал опыт, их механический перенос на решение проблем трансформации, исходя из того, что для начала устойчивого роста экономики необходимо решить лишь вопросы финансовой стабилизации, либерализации и приватизации, не дает желаемых результатов. Г.Колодко пишет по этому поводу, что «это, к сожалению, не более, чем свехупрощение, и события никогда не развивались по этой формуле»<sup>35</sup>.

Применение пакета шаблонных мер в рамках Консенсуса, естественно, имело неодинаковые последствия для различных развивающихся и постсоциалистических стран. Часто в экономике страны наступал длительный застой производства. Академик А.Д.Некипелов отмечает, что «к особенно крупным потерям приводило ограничение экономической политики этим пакетом мер в постсоциалистических странах, причем наша страна оказалась здесь среди «передовиков»<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Колодко Г.В. От шока к терапии. Политическая экономия постсоциалистических преобразований. М.: Эксперт, 2000, с.124.

<sup>36</sup> Коммерсантъ, 1999, 19 февраля, с. 6.

Слепое следование стандартным мерам Вашингтонского консенсуса явилось важной причиной того, что российский фондовый рынок и рынки ценных бумаг других стран СНГ специалисты стали по праву называть «декоративными», «подобными казино», «вещью в себе», мало связанными с реальным сектором и частными инвесторами.

Традиционными подходами к трансформации до сих пор являются монетаристский и кейнсианский с примесью институционализма. При этом в России и других странах СНГ преобладает первый подход, положенный в основу неолиберализма. Он определяет экономическую политику этих стран, как правило, без учета системных особенностей переходной экономики в принципе и национальной специфики, процессов в реальной и финансовой сферах и, в частности, развития фондового рынка.

Однако следует различать применение современного монетаризма в западных странах, где его идеи в основном используются так, как их понимает М.Фридмен, где монетаризм рассматривается как авторитетная и глубоко разработанная экономическая доктрина, подтвержденная практикой, и применение положений этой теории в России, странах СНГ и ряде государств ЦВЕ. Адекватное понимание ряда основных конструктивных положений современного монетаризма в ведущих западных странах и их последовательная реализация в последней четверти века способствовали обеспечению устойчивого экономического роста и финансовой стабильности в этих странах. И можно сказать, что там эти принципы экономической политики себя оправдали. В то же время, прежде всего в отношении России и других стран СНГ, которые все еще не преодолели системный кризис, в целом нельзя говорить о том, что идеи современного монетаризма сыграли позитивную роль как научная основа экономической политики. И дело здесь вовсе не в самом монетаризме. Причина кроется в том, что «шокотерапевты» отнюдь не являются действительными представителями научного монетаризма.

Как известно, основное содержание теории монетаризма состоит в выяснении факторов, определяющих движение *спроса на деньги*. М.Фридмен подчеркивал, что «количественная теория (а монетаризм является дальнейшим развитием и модификацией

количественной теории денег - Н.К.) - это прежде всего теория спроса на деньги».<sup>37</sup> В то же время сторонники шоковой терапии и финансовой псевдостабильзации подменяют это главное положение монетаризма другим тезисом. Они исходят из определяющей роли *предложения денег*, несмотря на то, что сама возможность такой экономической теории отрицается истинным монетаризмом.

Такая подмена исходного положения современного монетаризма не случайна. Дело в том, что проблема спроса на деньги - это вопрос о фундаментальных факторах функционирования хозяйственной системы в целом (финансовой сферы, в частности) и ее институциональной структуры, целевой функции и функциональном механизме, т.е. о природе системы. Шокотерапевты, видимо, не хотели ставить и решать эти сложные вопросы и предпочли свести проблему к макроэкономической стабилизации путем ограничения предложения денег с целью замедления темпов инфляции.

С точки зрения не «карикатурного» (по выражению М.Фридмена), а действительного монетаризма, основанного на анализе спроса на деньги, стабилизация цен означает и стабилизацию всей экономической системы. Между тем экономическая политика, основанная на ложном монетаризме, не могла не привести к общеэкономической дестабилизации, углублению системного кризиса.

Применительно к теме работы и данного раздела такая подтасовка теоретической основы монетарной политики существенно затормозила становление фондового рынка, который не может нормально развиваться в условиях натурализации хозяйства, широкого распространения бартера и денежных суррогатов. Он может развиваться лишь при достаточной степени насыщенности экономики деньгами, которые являются «кровью» рыночного хозяйства.

Особенно наглядно последствия искаженного монетаризма проявились в России, Украине и других странах СНГ. Однако, прежде чем оценить их, необходимо рассмотреть, как формиро-

---

<sup>37</sup> Фридмен М. Количественная теория денег. М.: Эльф-пресс, 1996, с.19.

вался и формируется спрос на деньги в этих странах. По Фридмену, и это подтверждается практикой, «спрос на деньги (или другие виды активов) зависит от трех основных факторов: а) общей суммы богатства, которым обладает общество в различных формах...<sup>38</sup>; б) издержек, с которыми связано получение дохода от этой (т.е. денежной - Н.К.) формы богатства и от других альтернативных его форм; в) целей и предпочтений собственников богатства»<sup>39</sup>.

Главный вывод М.Фридмена о том, что совокупный спрос на деньги относительно устойчив и не может служить причиной инфляции, был сделан им, исходя из условия, что действие указанных факторов в краткосрочном плане довольно стабильно и способно изменяться лишь постепенно в течение длительного времени.

Возникает вопрос о том, верна ли эта предпосылка, в целом подтвержденная жизнью в западных странах в последние десятилетия XX века, для стран с переходной экономикой (особенно для России и других стран СНГ)?

Если, как это делает Фридмен, рассматривать национальное богатство как капитализированный доход, то уже за первые годы «шоковой терапии» в этих странах произошли кардинальные изменения в его общем объеме и структуре. В результате резкого перехода к либерализации цен, валютной сферы и мировым стандартам конкурентоспособности, поспешной приватизации произошло обесценение и падение производства и капитала в обрабатывающей промышленности при одновременном их росте в добывающих отраслях, несмотря на сокращение физического объема. Одновременно обесценился и человеческий капитал. Все это способствовало снижению спроса на деньги в реальном выражении.

Сокращение совокупного спроса на деньги может вызвать и вызывает их избыток и инфляцию. Этот избыток имеет место наряду с дефицитом оборотных средств у многих предприятий в

---

<sup>38</sup> К основным формам богатства М.Фридмен относит деньги, облигации, акции, физические блага, человеческий капитал.

<sup>39</sup> Фридмен М, *Op.cit*, с.19.



условиях неплатежей, натурализация хозяйственных связей. Денежный капитал сосредоточивается там, где он приносит максимальный доход с минимальными издержками.

В условиях системного кризиса в наименее «продвинутых» ПСС и конвертируемости национальной валюты, сопровождаемой сильной «долларизацией» экономики и ростом недоверия к национальной валюте, происходит падение доходов от денежного богатства при одновременном росте доходности от его денежной (и прежде всего валютной) формы. При этом важнейшим источником последней является экспорт природных ресурсов (в первую очередь нефти и газа), что особенно характерно для России. Как парадокс выглядит то, что в легальном реальном секторе и бюджете (где вплоть до 2000 г. сокращение расходов происходило при еще более быстром падении доходов) денег хронически не хватает, но одновременно процветает «теневой» бизнес и ежегодно из страны «уходит» 1,5-2,0 млрд.долл. в основном по нелегальным каналам (а всего за годы реформ из России было вывезено, по разным оценкам, от 235 до 300 млрд.долл.)<sup>40</sup>.

В действительности ничего парадоксального здесь нет. Из двух противоположных тенденций в российской экономике - сокращения общего спроса на реальные деньги и роста спроса на денежное богатство - постоянно преобладает последняя, причем это богатство в валютной форме систематически «утекает» за границу.

Третий фактор спроса на деньги (цели и предпочтения собственников богатства) в силу продолжавшегося до 1999 г. падения производства, политической нестабильности, отсутствия должной защиты прав собственности и граждан и т.д. испытывал в России существенную деформацию и также способствовал тому, что владельцы богатства отдавали предпочтение его денежной (и валютной) форме.

Все эти факторы не обеспечивают устойчивого спроса на деньги в России, Украине и других странах СНГ в долгосрочном плане, и в связи с этим вся их хозяйственная система, в том числе фондовый рынок, постоянно нестабильны. В то же время то об-

---

<sup>40</sup> Внешнеэкономический бюллетень, 2000, № 1, с.30.

стоятельство, что во главу угла ставится ограничение денежной массы как главное средство обеспечения макроэкономической стабильности, на деле, как уже отмечалось, приводит к обратному результату. Между тем, если следовать концепции подлинного монетаризма, то усилия государства необходимо было бы сосредоточить на стабилизации спроса на деньги путем создания таких условий, как обеспечение большинству граждан реального выбора между различными формами богатства (включая денежную), роста производительности труда и повышения эффективности экономики.

В отличие от монетаризма главная идея и практический смысл кейнсианства, как известно, состоят в том, чтобы использовать различные способы государственного регулирования для стимулирования совокупного спроса с помощью мер бюджетной и монетарной политики с использованием системы мультипликативных связей в экономике.

Неокейнсианство как современное продолжение теории Кейнса исходит из того, что «наиболее эффективным методом бюджетного регулирования являются вложения государства в развитие производственной инфраструктуры, что способствует повышению общественной производительности, а также в отрасли высоких технологий. Как показывает опыт Японии, такие вложения действительно имеют высокий эффект»<sup>41</sup>.

Специфика постсоциалистической трансформации (прежде всего в России) состоит в том, что ориентация экономической политики только на идеи монетаризма или только на положения кейнсианства не дает и не может обеспечить ее эффективность. В качестве одной из основных причин этого А.Д.Некипелов справедливо подчеркивает то обстоятельство, что ни сторонники монетаризма, ни приверженцы кейнсианства не придают должного значения *«процессу масштабной реаллокации ресурсов, начинающемуся в результате допуска рыночных механизмов. Именно этот процесс, являющийся своеобразной разновидностью «шока со стороны предложения», ведет как к появлению незагруженных*

---

<sup>41</sup> Меньшиков С. Новая экономика. М.: Международные отношения, 1999, с. 325.

мощностей, так и к исходному росту цен»<sup>42</sup>. Учитывая это, он совершенно прав, полагая, что выходом из сложившейся ситуации не могут быть ни политика «зажима» совокупного спроса, ни меры по его стимулированию. Ни то, ни другое не может способствовать решению проблем инфляции, обеспечению устойчивого экономического роста, структурной перестройке хозяйства, созданию эффективных рыночных институтов и в итоге переводу транзитивной экономики на рыночные рельсы. Здесь требуется принципиально иной подход. По мнению автора, наиболее конструктивными в научном и практическом отношении являются следующие принципы, подходы и меры.

Прежде всего необходимо отметить, что автор рассматривает излагаемые далее проблемы применительно к фондовому рынку, но всегда в контексте постсоциалистической трансформации. Нередко этот важнейший принцип игнорируется экономистами, которые исследуют рынок ценных бумаг в ПСС как таковой, вне его органической связи и взаимодействия с экономической системой и политикой в целом и с другими частями финансового рынка в частности. (В известной мере это объясняется тем, что теоретические основы переходной экономики еще мало разработаны.) Однако фондовый рынок существует не сам по себе, а является тем рыночным институтом, становление которого всецело зависит от развития реальной и финансовой сферы транзитивной экономики.

Автор исходит из того, что более чем десятилетний опыт трансформации дает основания для вывода о том, что необходимо комплексно использовать плюсы и учитывать минусы монетаризма. Но этого недостаточно. Нужны также новые подходы к проведению реформ, вытекающие из специфики экономики переходного периода.

Помимо уже рассмотренных положений важным плюсом монетаризма с точки зрения развития фондового рынка является то, что эта теория, как было показано выше, отражает общие закономерности движения денег в современной экономике, обращает внимание на различия между номинальными и реальными

---

<sup>42</sup> Российский экономический журнал, 2002, № 2, с. 4.

денежными и валютными категориями, жесткую связь между дефицитом бюджета, денежной массой, инфляцией и валютным курсом. Все эти факторы прямо или косвенно влияют на степень монетизации экономики и, следовательно, на состояние (глубина, ликвидность) и возможности развития рынка ценных бумаг.

Один из принципов «денежного правила» М.Фридмена (изложенных им в «Программе монетарной стабилизации»), проверенный практикой, состоит в ограничении участия центрального банка в так называемых «акциях быстрого реагирования»<sup>43</sup>, т.е. мерах по преодолению всякого рода кризисов и шоков с помощью расширения денежной эмиссии. Текущие финансовые проблемы должны разрешаться за счет использования средств соответствующих статей бюджета, но не печатного станка.

Для экономики в целом и фондового рынка в частности большое значение имеет введенное монетаристами понятие «рациональных ожиданий», обусловленных степенью информированности, уровнем профессиональной подготовки, опытности экономических агентов.

Теория рациональных ожиданий получила развитие в трудах американских ученых Р.Лукаса, Э.Прескотта и Н.Уоллеса во второй половине 70-х и 80-х годах. Основная гипотеза рациональных ожиданий состоит в том, что индивидуумы формируют ожидания на основе эффективного использования информации и в своих ожиданиях не делают систематических ошибок. На самом деле такие ошибки возможны. Однако подход с позиций рациональных ожиданий предполагает, что в конце концов все систематические ошибки будут исправлены людьми, допустившими их. В этой концепции очень важно то, что она полагает, что любая политика, достигшая своих целей лишь потому, что население ошибается в своих ожиданиях, в конечном итоге обречена на провал.

В усовершенствованном виде эта теория называется равновесным подходом к национальным ожиданиям. Цель его состоит в том, чтобы построить всю макроэкономику на ясном фундаменте, т.е. на предпосылке, что индивидуумы максимизируют

---

<sup>43</sup> Фридмен М. Если бы деньги заговорили... М.: Дело, 1999, с. 19-20.

полезность, фирмы максимизируют прибыль, а рынки в целом находятся в состоянии равновесия.

Концепция рациональных ожиданий имеет большое практическое значение для эффективности макроэкономической политики, побуждая ее ставить не взятые с потолка, а реальные цели. Она очень важна и для функционирования фондового рынка, поскольку способствует рациональному поведению его участников и органов регулирования.

Очень важным является положение М.Фридмена о том, что обоснованность научной гипотезы проверяется единственно ее способностью предвидеть ход событий. Практика ряда ПСС подтверждает, что монетаристская доктрина при «правильном» применении позволяет это сделать и добиться успеха. Об этом, в частности, свидетельствует опыт Венгрии, Польши и Чехии.

М.Фридмен исходит из того, что экономическая наука должна отвечать на вопрос, что происходит, а не на вопрос, как должно быть. Чем адекватнее научный анализ, тем корректнее прогноз. При этом экономическая политика рассматривается как результирующая функция экономической теории. На этом основано искусство принятия решений.

Эти положения, на наш взгляд, следует отнести в актив монетаризма. В то же время он содержит ряд постулатов, которые вряд ли могут способствовать успешной постсоциалистической трансформации и становлению фондового рынка в ПСС. Речь идет о таких положениях, как способность рыночной системы автоматически приводить себя в равновесие, бессмысленность государственного регулирования рыночной экономики, упование на всемогущество монетарной политики как главного средства обеспечения стабильности, создания благоприятных условий для инвестиций и научно-технического прогресса.

Главным плюсом кейнсианства, который учитывается (или должен учитываться) в процессе трансформации и формирования эффективного фондового рынка в ПСС, является сама идея, что государственное регулирование экономики может принести большую пользу.

Практика развитых, развивающихся и, конечно, ПСС однозначно свидетельствует о том, что ряд экономических, финансо-

вых и других проблем трансформации в принципе не может быть решен с помощью только рыночного механизма. Взять хотя бы вопрос финансирования инфраструктуры, фундаментальных исследований, образования. Осуществление структурной, промышленной и социальной политики связано с масштабной аллокацией и реаллокацией материальных и финансовых ресурсов, которые очень ограничены. Лишь исполнительная власть способна так регулировать использование ресурсов, чтобы оно не наносило ущерба национальным интересам.

Применительно к становлению фондового рынка перед государством на первом плане стоят три взаимосвязанных проблемы, от решения которых во многом зависит развитие экономики в целом и цивилизованного рынка ценных бумаг в частности.

К ним относятся обеспечение прав собственности, повышение степени монетизации экономики, создание эффективной банковской системы.

Опыт России, других стран СНГ и ряда стран ЦВЕ (в первые годы приватизации) говорит о том, что проблема рыночной мотивации, как правило, не решается сама собой в результате перехода государственной собственности в частные руки. А.Д.Некипелов обращает внимание на то, что цели, преследуемые хозяйственным субъектом, непосредственно зависят не от формы собственности, а от прав собственности, то есть от характера взаимоотношений, складывающихся прежде всего между собственниками капитала и управляющими предприятиями. Во многих ПСС в результате применения нерациональной «модели» приватизации при несовершенном акционерном законодательстве возникли неэффективные системы корпоративного управления, ущемляющие права миноритарных акционеров. Неконтролируемые собственниками действия менеджеров приводят не к ориентации на увеличение прибыли и чистой стоимости акционерного общества, а к использованию капитала в своих личных корыстных целях. Кардинальные изменения ситуации в этой области, означающие обеспечение постоянного контроля за деятельностью менеджеров со стороны акционеров, адекватной реакции руководства фирм на рыночные сигналы, являются основой эффективного корпоративного управления, предполагающей

транспарентность бухгалтерской отчетности компаний, способствуют оздоровлению инвестиционного климата и формированию полноценного рынка ценных бумаг.

С этой проблемой, носящей системный характер, теснейшим образом связана другая системная проблема - «недостаток денег» в экономике в целом и прежде всего в реальном секторе.

Корни этой проблемы лежат в глубоком постоянном разрыве между производственной и финансовой сферами, отсутствии необходимой связи между уровнем процента и отдачей капитала в реальном секторе экономики, низком уровне монетизации этого сектора и хозяйства в целом.

Сохраняющийся низкий уровень монетизации экономики в России и других странах СНГ, связанный с неплатежами и бартером, является существенным тормозом развития фондового рынка. Одним из путей преодоления этого, на наш взгляд, могут быть активные действия государства по проведению всеобщего зачета финансовых требований и обязательств экономических агентов и государственных органов и кредитованию наиболее проблемных предприятий.

Третья проблема состоит в реформировании банковской системы, которая пока не стала достаточно привлекательной для частных вкладчиков (например, в России доля частных вкладов составляет менее 20% банковских ресурсов, в то время как в развитых странах она превышает 50%). Коммерческие банки еще не стали институтами накопления и сбережений и каналами обслуживания инвестиций и связи инвесторов с фондовым рынком. Изменению ситуации способствовало бы введение эффективной системы гарантирования вкладов. В то же время в России и других странах СНГ пока еще мало развит такой институт, как инвестиционные банки, которые в других странах играют важную роль на первичном рынке ценных бумаг, обеспечивая гарантирование их новых выпусков, осуществляя консультирование эмитентов по поводу того, какие ценные бумаги следует выпускать, когда и как осуществлять их размещение.

Действительно научный подход к решению проблем трансформации и становления фондового рынка в ПСС - это единственная и самая надежная гарантия движения в правильном

направлении. В «Тезисах Нобелевской лекции» (1976 г.) М.Фридмен справедливо отметил, что «ошибки возникают не по злому умыслу экономистов и политиков, а из-за пороков экономической науки»<sup>44</sup>. К этому можно добавить, что ошибки являются следствием также догматического применения ее положений (особенно характерного для России и ряда других стран СНГ), что препятствует формированию рыночной экономики и развитию ее важнейшей части - рынка ценных бумаг.

Более чем скромные результаты трансформации в России и странах СНГ за десять с лишним лет связаны с тем, что в основе их лежит, по справедливому мнению академика О.Т.Богомолова, «политический курс реформирования, выбор в пользу «шоковой терапии», безоглядной либерализации и приватизации»<sup>45</sup>. Однако, как уже отмечалось, в руководстве транзитивных стран, хотя и медленно, идет переосмысление подходов и методов проведения реформ. Этот процесс идет и в мировых финансовых организациях, где был разработан Вашингтонский консенсус. На смену ему идет более усовершенствованный консенсус, учитывающий изменения и процессы в развивающихся, трансформируемых странах и в мире в целом. В качестве первых шагов в этом направлении предлагается:

- увеличение сбережений прежде всего с помощью поддержания финансовой дисциплины;
- переориентация общественных расходов на социальные нужды;
- реформирование налоговой системы, в том числе путем введения экологического налога, земельной ренты;
- усиление регулирования деятельности банков;
- поддержание валютного курса, обеспечивающего конкурентоспособность экспорта. Отказ от плавающего курса и принципа его «привязки»;
- либерализация внутрирегиональной торговли;
- построение конкурентной рыночной экономики на основе приватизации и дерегулирования (включая рынок труда);

---

<sup>44</sup> Фридмен М. Если бы деньги заговорили..., с. 150.

<sup>45</sup> Российский экономический журнал, 2002, № 5-6, с. 4.



- меры по повышению эффективности финансовых рынков;
- обеспечение общедоступных и строго определенных прав собственности;
- создание таких ключевых структур, как независимые центральные банки, независимое и некоррупцированное правосудие, биржи труда;
- увеличение расходов на образование, прежде всего на начальную и среднюю школы.

Разработка этих дополнений к «доктрине» связана с тем, что в конце 90-х годов в условиях все большей глобализации мировой экономики, обострения проблем развития переходных экономик (прежде всего стран СНГ и менее развитых государств ЦВЕ) и особенно под влиянием финансового кризиса в странах Юго-Восточной Азии, России и ряде других ПСС стало совершенно ясно, что экономическая политика, основанная на концепции Вашингтонского консенсуса, не только уже не отвечает требованиям времени, но наносит явный вред развивающимся и трансформируемым странам и мировому хозяйству. Начался новый этап в осмыслении путей экономического развития принципов и мер экономической политики, поиск концепции «пост-Вашингтонского консенсуса». Этот поиск ведется уже экономистами как международных финансовых организаций, так и лучшими специалистами отдельных стран, в том числе ПСС, к голосу которых, в отличие от прошлых лет, эти организации стали прислушиваться и учитывать их мнение.

Существенно меняется идеология подходов к принципам экономической стратегии трансформации и путей регулирования механизма мировой экономики. На современном этапе мы являемся свидетелями отхода от неолиберализма и все более активного использования элементов кейнсианства в экономической политике наиболее «продвинутых» стран ЦВЕ и призыва специалистов МВФ и МБРР к координации в области движения капитала между странами, необходимость которой особенно обострилась в условиях ускорения процессов глобализации мирохозяйственных связей и в результате недавних потрясений на мировых финансо-

вых рынках. Очевидно, что это принципиальное смещение акцента в теоретической основе развития имеет принципиальное значение для формирования экономической стратегии и политики в трансформируемых странах и политики в области формирования фондового рынка.

Одна из основополагающих идей нового подхода состоит в том, что государству в лице правительства должно быть отведено место в экономике, способствующее развитию экономической трансформации прежде всего путем институциональных преобразований (которые уже активно проводятся в ряде стран ЦВЕ), призванных заполнить уже упомянутый «системный вакуум», когда план *уже* не действует, а рынок *еще* не задействован в полной мере.

Бывший старший вице-президент и главный экономист МБРР Дж.Стиглиц, которого можно считать инициатором идеи «пост-вашингтонского консенсуса», отмечал, что «политика Вашингтонского консенсуса... основывалась на отрицании активной роли государства: масштабы последнего должны быть минимальными, а его вмешательство в экономику - предельно ограниченным. При этом подразумевалось, что государство менее эффективно выполняет экономические функции, чем рынки»<sup>46</sup>. В последние десятилетия стали формироваться теоретические основы роли государства в рыночной экономике. Все более осознается то обстоятельство, что рынки не всегда действуют эффективно (не говоря уже о социально приемлемом распределении).

Была выработана концепция «провалов рынка» (market failures). Все больше ученых и политиков стало признавать, что государство и частный сектор тесно взаимосвязаны. Дж.Стиглиц считает, что государство должно выступать «дополнением к рынкам, делая то, что способствует улучшению их функционирования и исправляя рыночные провалы».

Он полагает, что государство может успешно дополнять рынки, например, в таких важных сферах, как формирование человеческого капитала и передачи технологий.

---

<sup>46</sup> Вопросы экономики, 1998, № 8, с.26.

Российские академики О.Богомолов, А.Некипелов, Л.Абалкин, Д.Львов, Н.Петраков и другие с первых дней трансформации предупреждали и предупреждают о серьезной опасности неолиберального авантюризма при проведении реформ, подчеркивая жизненную необходимость кардинального изменения отношения к роли государства в переходной экономике. О.Богомолов пишет: «Как можно судить на основании международного опыта, ключевой предпосылкой относительно успешного и менее болезненного реформирования экономики является участие в этом деле государства»<sup>47</sup>. И далее: «Без сильного и авторитетного государства российские рыночные реформы неизбежно приобретают уродливый, нецивилизованный характер»<sup>48</sup>. При этом имеется в виду, что роль государства не ограничивается только установлением и обеспечением соблюдения правил рыночных отношений. Государство не может эффективно выполнять свои функции, не имея в своем распоряжении необходимых правовых рычагов, материальных активов и финансовых средств, обеспечивающих возможность институциональных реформ, проведения активной структурной и промышленной политики.

Польский экономист Г.Колодко, принимающий активное участие в разработке положений «поствашингтонского консенсуса», справедливо считает, что в переходных экономиках «активную роль государства следует определить заново..., государство должно выполнять пять принципиальных функций, которые не могут выполнить рынок и частный сектор. Эти функции имеют отношение к законодательной базе, к рамкам макроэкономической политики, к вложениям в базовые социальные службы, в человеческий капитал и инфраструктуру, к всеобъемлющей системе безопасности для общества и к охране окружающей среды»<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> Богомолов О.Т. Реформы в зеркале международных сравнений. М., Экономика, 1998, с.42.

<sup>48</sup> Там же, с.43.

<sup>49</sup> Колодко Г. В. От шока к терапии. Политическая экономия постсоциалистических преобразований, 2000, с.244-245.

Среди этих функций государства отсутствует еще одна, имеющая первостепенное значение. Государство должно обеспечить создание и поддержание конкурентной среды. Для нормального функционирования рынка это значительно важнее, чем приватизация.

Вместе с тем, к первоочередным институциональным реформам Г.Колодко он относит введение антимонопольного законодательства и создание соответствующих органов по его применению, развитие эффективной системы коммерческих и инвестиционных банков, регулирования рынка ценных бумаг<sup>50</sup>.

Опыт осуществления трансформации в передовых странах ЦВЕ убедительно подтверждает устойчивую причинно-следственную связь между степенью участия государства в перераспределении национального дохода и повышением темпов экономического развития (эта связь, характерная для развитых стран, особенно очевидна и существенна в ПСС). В этом легко убедиться, сравнив долю государственных расходов в ВВП в государствах ЦВЕ с положительной (Польша, Венгрия, Словения) и отрицательной (Болгария, Румыния) экономической динамикой. В первой группе стран этот показатель в конце 90-х годов находился в пределах 45-50%, во второй он составлял 25-35%. В России в 1999 г. он был примерно равен 24%.<sup>51</sup> Р.С.Гринберг справедливо обращает внимание на то, что при оценке благотворного влияния государства на экономику при выводе ее на путь устойчивого роста следует учитывать не только необходимость сохранения достаточно значительных бюджетных расходов, но и то, что «принципиальное значение имеет структура расходов». Он пишет, что «в межстрановых сопоставлениях мы сталкиваемся, по-видимому, с отнюдь не случайным совпадением положительной хозяйственной динамики в той или иной стране с относительно крупными государственными расходами на образование и науку»<sup>52</sup>.

---

<sup>50</sup> Transition, June 1998, p. 2.

<sup>51</sup> Десять лет системной трансформации в странах ЦВЕ и России: итоги и уроки. М.: ИМЭПИ РАН, 1999, с. 7.

<sup>52</sup> Там же.

Главный вывод из всего изложенного состоит в том, что в ПСС необходимо особое внимание уделять научной основе экономической политики, бережно относиться к проверенным жизнью принципиальным положениям современной экономической науки, не искажая и не дискредитируя их. При этом для более успешного осуществления трансформации, формирования современных рыночных институтов, одним из важнейших среди которых является фондовый рынок, несомненную пользу принесет использование позитивных сторон основных научных направлений с учетом специфики переходной экономики, требующей не только применения ряда положений традиционных научных подходов к экономическим процессам, но и новых, нестандартных путей решения стоящих перед ПСС задач.

## **ГЛАВА II. ОСНОВНЫЕ «ПАРАМЕТРЫ» ФОНДОВЫХ РЫНКОВ ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАН: ОБЩЕЕ И ОСОБЕННОЕ**

К основным характеристикам рынка ценных бумаг относятся его роль в экономике, уровень капитализации, значение отдельных сегментов, степень развитости первичного и вторичного рынков, виды ценных бумаг и других финансовых инструментов, круг участников, особенности правовой базы и технологической структуры. Если попытаться выявить общие и особенные черты для всей группы ПСС, то главными общими чертами фондовых рынков большинства из них являются низкий уровень капитализации, слабая связь рынка с реальным сектором и его незначительная роль в финансировании инвестиций в производство, относительная неразвитость рынка корпоративных бумаг при преобладании рынка государственных бумаг, узкий круг участников и набор обращающихся финансовых инструментов (особенно производных), недостаточная прозрачность рынка, отсутствие надежной защиты прав миноритарных акционеров, слабая привлекательность фондового рынка для обычных граждан.

Все это дает, на наш взгляд, оправданные основания экономистам для характеристики фондовых рынков почти всех ПСС (за исключением Венгрии и Польши) скорее как функционирующих больше по форме, а не по содержанию. В менее развитых странах ЦВЕ и государствах СНГ рынки ценных бумаг еще не стали одним из важнейших факторов трансформации и экономического роста, их развитию не уделяется должного внимания в стратегии перехода к управляемой рыночной экономике.

С точки зрения особенностей фондовых рынков постсоциалистических государств (с учетом других факторов, о которых говорилось во введении) можно дать их следующую примерную «типологию»: рынок России, других государств СНГ, «передовых» стран ЦВЕ, менее развитых стран ЦВЕ. Далее рассматриваются некоторые основные характеристики фондовых рынков России, ряда других стран СНГ, а также Польши, Венгрии и Че-

хии, поскольку они, с точки зрения темы работы, на наш взгляд, представляют наибольший интерес.

Рынок ценных бумаг России играет «первую скрипку» среди фондовых рынков стран СНГ, что отражает роль нашей страны в современном мире, мировой финансовой системе и на постсоциалистическом пространстве. Российский рынок является одним из наиболее специфических и важных среди «нарастающих» финансовых рынков.

Фондовые рынки других стран СНГ следуют как бы «в кильватере» за российским, и во многих республиках в основных чертах копируют его формирование. Пока эти рынки разобщены, поскольку экономическая интеграция на пространстве СНГ в силу ряда причин еще не стала существенным фактором развития экономики стран Содружества. Однако в этой области есть огромные неиспользованные возможности и, вполне вероятно, что взаимодействие экономик и финансовых рынков государств СНГ пойдет по нарастающей.

Особенности фондовых рынков более развитых стран ЦВЕ в современных условиях и на перспективу определяются их предстоящим вступлением в ЕС. Присоединение к «зоне евро» будет означать устранение валютного риска. Эти страны вступят в ЕС в период, когда уже происходят коренные изменения на денежном и валютном рынках. Характеризуя будущий рынок ценных бумаг ЕС, авторы книги «Новая единая европейская валюта евро» отмечают: «Рынки долговых обязательств и акций станут гораздо более сближенными по условиям их функционирования, чем это имеет место ныне. Современные рынки ценных бумаг, отличающиеся уникальными национальными особенностями в плане практики и обычаев их функционирования, также сложатся в единый рынок, гармонизированный под евро. Подобная гармонизация обычаев и практики работы распространится на такие аспекты биржевой деятельности, как, например, формулы расчета причитающегося процентного дохода (на базе факт/факт), методики установления котировок (например, десятичных вместо дробных) и, возможно, периодичность купонных выплат. В целом евродоминированный фондовый рынок станет по своим размерам больше, чем японский или американский, хотя разовый

размер эмиссии государственных обязательств останется на нем меньшим, чем в США, поскольку европейские правительства останутся ответственными лишь за чисто национальные программы»<sup>53</sup>.

Можно сказать, что страны-претенденты на вступление в ЕС переживают период «двойной трансформации», когда осуществляется переход к рыночной экономике и одновременно происходит коренная перестройка всего хозяйственного механизма (и в том числе фондового рынка) с учетом жестких требований и условий, действующих в Евросоюзе.

### **2.1. Рынок ценных бумаг в России**

Среди рынков ценных бумаг ПСС фондовый рынок России занимает особое место. И хотя по многим «параметрам» он очень похож на рынки других транзитивных стран (прежде всего ряда стран СНГ), ему свойственны своя специфика и проблемы.

В своем роде - это уникальный формирующийся рынок, развитие которого отличается парадоксальностью и противоречивостью. Россия - это одна из крупнейших стран мира, лидер СНГ, во многом влияющая на развитие Содружества, его геополитическую и геоэкономическую роль. При определении своей стратегической линии ей приходится постоянно учитывать и каким-то образом сочетать два императива: необходимость дальнейшей интеграции в мировую финансовую систему и необходимость решения сложных проблем в финансовой сфере сотрудничества в рамках СНГ, в частности, проблему создания единого биржевого пространства как одной из главных составляющих взаимодействия национальных фондовых рынков.

Казалось бы, Россия призвана активно развивать свой фондовый рынок (используя прежде всего такие факторы, как приватизация собственности, децентрализованная банковская система) по американскому образцу и стремиться стать одним из мировых финансовых центров. Ведь в силу своих исторических особенно-

---

<sup>53</sup> Новая единая европейская валюта евро. М.: Tacis, 1998, с.83.



стей российская финансовая система тяготеет к «модели», основанной на фондовом рынке.

Однако в действительности фондовый рынок оказался в роли пасынка. Рынок ценных бумаг России, по выражению Я.М.Миркина, «представляет собой «провинциальный» по размерам рынок (30-32-е место в мире по капитализации, при том что Россия является 15-16-й по величине ВВП), который сильно «зависит от спекулятивных иностранных инвесторов»<sup>54</sup>. Таким образом, размеры фондового рынка России явно не соответствуют ее экономическому потенциалу.

Для российского рынка характерны невысокая заинтересованность эмитентов в выходе на открытый рынок капиталов, низкий уровень корпоративной культуры у российских инвесторов, слабая правовая защищенность инвесторов, незначительное участие граждан в операциях на фондовом рынке, несовершенство правовой базы рынка и правоприменительной практики, отсутствие достаточной прозрачности финансового положения участников рынка.

Следует особо подчеркнуть то, что пока рынок ценных бумаг России не выполняет своей главной функции - финансирование инвестиций в реальный сектор экономики, привлечение средств для этой цели. Этот рынок существует в основном как бы сам для себя и не является органической частью финансовой системы, призванной обеспечить эффективное использование капитала в интересах экономики в целом.

Парадоксальность и абсурдность российского фондового рынка состоит в его структуре: в стране одновременно работают два рынка акций - внутренний (ММВБ и МФБ) с расчетами в рублях и в России и «внешний» (РТС), где акции котируются в долларах, более 95% сделок по ним совершается в валюте с расчетами за границей. Акции покупаются и продаются в России, но деньги за них оседают в офшорных и других иностранных банках. И это в условиях, когда правительство постоянно ищет способы борьбы с хронической утечкой капитала. Между тем такая утечка происходит через легальную торговую систему фондового

---

<sup>54</sup> Эксперт, 2001, 2 апреля, с. 45.

рынка. Доля иностранцев на рынке РТС составляет 40-65%. Рынки депозитарных расписок преобладают по отношению к внутреннему рынку. В 1999-2000 гг. доля внутреннего рынка в торговле российскими акциями (без акций РАО «ЕЭС» России) составляла 14,8 и 18,2%. (На долю РАО «ЕЭС» России в 2000 г. приходилось почти 70% в обороте внутреннего рынка акций.)<sup>55</sup>

Такая «архитектоника» рынка наряду с другими причинами (олигополистический характер рынка, на котором более 90% торговли приходится на 5-7 акций и где тон задают несколько финансовых институтов) способствует его чрезмерной волатильности, она ставит рынок в зависимость от иностранных спекулянтов. Возникла проблема перемещения торговли с фондового рынка России на западные рынки. К началу нового века объемы сделок с иностранными депозитарными расписками на акции российских компаний в несколько раз превышали обороты на внутреннем рынке акций. Ценообразование на акции ведущих российских эмитентов может целиком перейти на рынки ФРГ, Великобритании, США<sup>56</sup>.

Другой причиной парадоксальности российского фондового рынка является то, что проведение приватизации с ориентацией на будущее повышение стоимости акций приватизированных предприятий предполагало уже во второй половине 90-х годов осуществление государственных мер по массовому выходу новых акционерных обществ на рынок ценных бумаг. Но государство оказалось неспособным к решению этой задачи. В результате резко ограничилась возможность привлечения инвестиций в реальный сектор экономики, и это углубило уже упомянутый разрыв между производством и фондовым рынком.

Современное состояние этого рынка определял и определяет ряд объективных и субъективных факторов, среди которых решающим является политика государства в отношении этого важнейшего рыночного института, к которой мы еще вернемся.

---

<sup>55</sup> Эксперт, 2001, № 1, с. 46.

<sup>56</sup> Программа развития рынка ценных бумаг России (проект). М., 2001, с. 15.

До этого необходимо проследить, как проходило формирование фондового рынка в 90-е годы прошлого и начале нового столетия.

Финансовый кризис 1998 г. стал водоразделом в короткой истории развития фондового рынка постсоциалистической России. Это потрясение наряду с неадекватной государственной политикой оказало существенное влияние на основные характеристики рынка ценных бумаг. В результате кризиса резко снизилась роль рынка государственных бумаг, было ограничено присутствие нерезидентов, ослабло влияние банков, начали приниматься меры по усилению регулирующего воздействия государства в лице ФКЦБ.

При рассмотрении основных «параметров» российского фондового рынка прежде всего следует отметить, что в России, как и во многих других переходных экономиках, роль фондового рынка как фактора роста экономики пока не может проявиться из-за относительной экономической отсталости и неразвитости финансового рынка в целом и фондового рынка в частности.

В конце 2000 г. капитализация российского рынка составила около 50 млрд.долл. Это в пять раз меньше, чем в Финляндии<sup>57</sup>, и меньше стоимости акций корпорации «Уолт Дисней». Уровень капитализации российского рынка акций в 2000 г. составил около 21%. В странах ЕС, вместе взятых, это соотношение в 1999 г. оценивалось почти в 100%, а в США - в 218%.<sup>58</sup>

В России объем и структура инвестиционного потенциала на рынке ценных бумаг в 1995 г., т.е. в период его относительно благоприятного развития, характеризовалась следующими данными. Совокупный инвестиционный потенциал России тогда составлял 125,6 трлн.руб., в том числе на долю банков приходилось 43,9%, брокеров - 3,6%, страховых компаний - 3,2%, коммерческих структур - 3,4%, инвестиционных и пенсионных фондов - 2,1%, населения - 36,4%, иностранцев - 1,3%.

Несмотря на то, что базой рынка ценных бумаг служит их первичный рынок, в последние годы его объем в развитых капи-

---

<sup>57</sup> Российская газета, 2001, 4 апреля.

<sup>58</sup> Ведомости, 2000, 26 января.

сталистических странах относительно невелик. Выпуск акций для финансирования инвестиций в производство связан в основном с созданием новых и реорганизацией существующих компаний в отраслях высоких технологий, использующих рисковый капитал. При этом источником венчурного капитала являются крупные институциональные и индивидуальные инвесторы.

**Таблица 2**  
**Эмиссия ценных бумаг в России (трлн. руб.)**

	1994 г.	1 июня 1995 г.
<b>Государственные ценные бумаги</b>	43,0	124,0
<i>в том числе:</i>		
ГКО КО		52,9
облигации валютного займа	17,0	33,9
приватизационные чеки	5,0	-
муниципальные облигации	1,0	4,9
<b>Акции</b>	46,0	46,0
<i>в том числе:</i>		
приватизируемых предприятий	38,0	38,0
банков	3,0	3,0
прочие	5,0	5,0
<b>Облигации корпораций и банков</b>	2,0	2,0
Всего	97,0	176,9

*Источник:* Ценные бумаги. М.: Финансы и статистика, 1998, с.120.

В отличие от стран с развитой рыночной экономикой российский первичный рынок ценных бумаг в докризисный период в условиях первых шагов по пути формирования рыночных отношений не стал, да и не мог стать регулятором экономики.

В России, как и в других странах, к началу финансового кризиса существовали вторичные - организованный (биржевой) и неорганизованный (внебиржевой) рынки ценных бумаг.

Основу биржевого рынка составлял рынок государственных ценных бумаг. В 1996 г. его объем оценивался примерно в 40 млрд.долл. (более 8% ВВП). В то время на нем обращались следующие финансовые инструменты: облигации республиканского

внутреннего займа или, как их еще называли, «длинные облигации», государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО), облигации Внешнеэкономбанка, федерального займа с переменным купоном, облигации государственного сберегательного займа Российской Федерации, облигации субъектов Федерации.

На российском рынке акций перед кризисом обращалось значительно меньшее число видов акций, чем известно в мировой практике. Правда, в процессе приватизации возникли их особые российские разновидности. Характерной особенностью рынка корпоративных бумаг в докризисный период была незрелость рынка корпоративных облигаций.

В целом в России, как и в других переходных экономиках, набор финансовых инструментов, обращающихся на фондовом рынке, значительно меньше, чем в западных странах. (Например, в США на рынке представлены различные обыкновенные и привилегированные акции: выпущенные и затем вновь купленные эмитентом, множество видов государственных и расчетных облигаций, сертификатов, долговые обязательства с возможностью обмена на акции другой корпорации, различные производные ценные бумаги.) Сумма эмиссий на российском рынке корпоративных ценных бумаг (КЦБ) относительно невелика (около 10 млрд.долл.). Хотя значительная часть акций не фигурировала в прайс-листах, поэтому фактический объем операций на этом рынке был больше номинального. До кризиса рынок акций имел большие перспективы, когда наметилась тенденция к снижению доходности по ГКО, облигациям федерального займа (ОФЗ), а также от операций на валютном рынке. Следует также иметь в виду, что некоторая стабилизация экономического положения во второй половине 1997 г. (первые признаки возобновления роста производства) оказала благоприятное влияние на рынок акций.

В 1997 г. на рынке акций наблюдался очень быстрый рост. Средний дневной объем торгов в Российской торговой системе (РТС), которая являлась организационным центром внебиржевого оборота акций, увеличился за год в 3-4 раза<sup>59</sup>.

---

<sup>59</sup> Экономика и жизнь, 1997, № 51, с.6.

Ситуация на рынке, КЦБ наряду с трудным экономическим положением при общей правовой незащищенности осложнялась отсутствием должной «прозрачности» этого рынка, несовпадением позиций ведомств, регулирующих рынок. Существовала множественность депозитариев, использующих различные технологии, ограниченность расчетных систем. Эти факторы в сочетании с невысокой ликвидностью рынка сильно затрудняли приобретение акций частными лицами. Слабым местом рынка КЦБ было отсутствие механизмов, гарантирующих выполнение сделок после их заключения в торговых системах. Часто, заключив сделку, участники не имели гарантий получения купленных акций или денег за проданные бумаги.

Важной особенностью докризисного этапа развития этого рынка была наметившаяся интеграция двух систем торговли - биржевой и внебиржевой. Внебиржевая торговля КЦБ была представлена функционирующей в рамках Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР) Российской торговой системой. Эта внебиржевая система торгов создана как аналог американской Национальной ассоциации фондовых дилеров. Система внебиржевой торговли гораздо более удобна для ряда участников, хорошо знающих и доверяющих друг другу. Она хорошо приспособлена для торговли крупными пакетами.

Необходимо обратить внимание на сложившуюся до кризиса тесную взаимосвязь отдельных сегментов финансового рынка, при которой изменение ситуации на рынке ГКО-ОФЗ или валютном рынке сразу влияет на конъюнктуру рынка корпоративных бумаг. Незадолго до кризиса тогдашний председатель Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) Д.Васильев заявил: «Российский рынок корпоративных бумаг на 90% зависит от того, что происходит на валютном рынке и рынке ГКО-ОФЗ»<sup>60</sup>. Дело в том, что в зависимости от доходности государственных ценных бумаг Банк России устанавливал ставку рефинансирования, т.е. определял цену денег.

На рынке государственных ценных бумаг до кризиса 1998 г. ведущую роль играли российские банки, на долю которых при-

---

<sup>60</sup> Рынок ценных бумаг, 1998, № 14, с.24.

ходится 70-75% объема операций. В то же время на рынке акций господствовали иностранные институциональные инвесторы, а российские брокеры обслуживали преимущественно иностранцев.

Влияние иностранных инвесторов на российском фондовом рынке заметно возросло после их допуска на рынок ГКО в 1996 г. Следует отметить, что доля нерезидентов на этом рынке в 1997 г., которая официально оценивалась Банком России примерно в 25%, в действительности была выше, если учесть использование «серых» (т.е. полулегальных) схем операций. Примечательно, что доля иностранных держателей государственных облигаций США (несмотря на их статус мирового резервного актива) в то время составляла лишь около 13%.

Расширение доступа на рынок нерезидентов свидетельствовало об исчезновении «мексиканского синдрома» у участников российского фондового рынка, т.е. боязни разрушительных последствий ускоренной интернационализации внутреннего рынка государственных долговых обязательств (когда доля иностранных инвесторов на рынке государственных ценных бумаг Мексики в конце 1994 г. приближалась к 70%). Дальнейшие события показали, что широкий доступ нерезидентов был очень опрощенным шагом.

Основными участниками рынка ценных бумаг в докризисный период в России (в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг») были профессиональные участники (брокеры и дилеры, функции которых выполняли в основном коммерческие банки).

В докризисный период в России сложилась довольно разветвленная сеть бирж, занимающихся операциями с ценными бумагами. По данным ФКЦБ, в конце 1996 г. в России насчитывалось 53 организации, имевшие лицензии Минфина на право биржевой деятельности на фондовом рынке. Операции с ценными бумагами проводились на 18 специализированных биржах, а также в фондовых отделах 35 других бирж – универсальных, товарно-сырьевых, валютных и других.<sup>61</sup> Следует отметить, что

---

<sup>61</sup> Интерфакс - АиФ, 1997, № 16.

биржевая сеть распределена по территории страны очень неравномерно. Две крупнейшие фондовые биржи находятся в Москве, где, по оценкам, сосредоточено 75-80% всего денежного капитала страны. Все операции с ГКО осуществлялись только на Московской межбанковской валютной бирже.

В России еще не сложился единый общенациональный фондовый рынок. Пока рынки ценных бумаг отдельных регионов функционируют сами по себе. До кризиса общим для всей страны был только рынок государственных ценных бумаг.

Торговлю КЦБ до кризиса вели более 50 бирж. Наиболее активными в этой области были такие московские и региональные биржи, как Биржа опционов и фьючерсов, Московская международная фондовая биржа, Московская центральная фондовая биржа, Российская биржа, Петербургская товарно-фондовая биржа, Товарно-фондовая биржа «Санкт-Петербург», Сибирская межбанковская валютная биржа, а также фондовые биржи: Санкт-Петербургская, Саратовская, Сибирская, Южно-Уральская, Владивостокская международная.

Важным шагом в развитии рынка КЦБ стало начало их торгов на ММВБ весной 1997 г. Специфика этого нового рынка в отличие от других торговых площадок состояла в использовании расчетно-клирингового блока. Это означало, что ММВБ предоставляла полный цикл услуг - от подачи заявки и заключения сделки до ее исполнения. При этом она гарантировала исполнение сделки, снимая с участников все хлопоты по перерегистрации ценных бумаг, осуществлению расчетов, страхуя от возможных рыночных и кредитных рисков. Сделка в электронной системе торгов заключалась автоматически при совпадении условий во встречных заявках на продажу и покупку акций. Этот механизм доказал свою эффективность на рынке ГКО-0ФЗ, где он уже стал привычным для основных операторов.

Важнейшей качественной характеристикой фондового рынка является его правовая и нормативная база. Именно она определяет институциональную основу его функционирования и дальнейшего развития. В России уже сложилась довольно солидная юридическая база рынка ценных бумаг. Если собрать воедино все законы, указы президента, постановления правительства,



нормативные акты, постановления и распоряжения ФКЦБ, письма Банка России, касающиеся различных сторон деятельности фондового рынка, то получится объемистая книга на 400-500 страниц.

Важнейшими правовыми документами, касающиеся рынка ценных бумаг, является Гражданский кодекс, Законы «Об акционерных обществах» (от 24 ноября 1995 г.), «О рынке ценных бумаг» (от 22 апреля 1996 г.). В докризисный период была создана достаточно основательно обработанная нормативная база для обеспечения деятельности иностранных юридических лиц на рынке российских корпоративных ценных бумаг.

Важная проблема правовой базы, которая была характерна для фондового рынка в период до кризиса, остается и в современных условиях. Она заключается в том, что многие положения Законов построены так, что не влекут за собой надлежащей ответственности за их нарушение. Это касается переводов активов из дочерних компаний в материнскую, деятельности эмитентов и т.д.

Вместе с тем операции на фондовом рынке в России с середины 90-х годов были очень вялыми. Это происходило в частности из-за того, что в результате ваучерной приватизации многие предприятия оказались сильно недооцененными, а акции - дешевыми. Такому положению вещей способствовала и недоразвитость вторичного рынка акций.

Цены акций многих российских АО до кризиса были занижены в несколько раз. Например, если в российской нефтяной промышленности на каждую произведенную тонну нефти приходится 86 долл. капитализации продуцентов, то на мировом рынке - 1230 долл., т.е. в 14 раз больше. В телекоммуникационной отрасли на каждую телефонную линию в России приходится 207 долл. рыночной стоимости компаний, которым эти линии принадлежат. Соответствующий показатель у международных телекомпаний составляет 2000 долл. Примерно такая же картина в области энергетики и связи.<sup>62</sup> Таким образом, у российских ком-

---

<sup>62</sup> Бычков А.П. Мировой рынок ценных бумаг. М.: Диалог - МГУ, 1998, с.151.

паний есть очень крупный ценовой потенциал, который может быть реализован только при проведении соответствующей экономической политики и если акции будут котироваться на растущем и постоянно развивающемся рынке.

Для российского рынка корпоративных бумаг характерны его недостаточная «глубина», низкая ликвидность. Это значит, что рынок не мог воспринимать достаточно крупные покупки и продажи акций без значительного изменения цен. Низкая ликвидность в ряде случаев не позволяла своевременно исполнять сделки.

Таким образом, в докризисный период в России сформировались некоторые организационные, институциональные основы, рыночная инфраструктура рынка ценных бумаг. На этом рынке имел место явный перекос в пользу государственных ценных бумаг при относительной слабости рынка корпоративных ценных бумаг. При отсутствии четко скоординированной системы регулирования российский фондовый рынок, будучи уже широко открытым для внешних инвесторов, оказался излишне уязвимым к влиянию мирового финансового кризиса, который наложился на внутренний кризис, в основе которого были свои, российские глубокие причины.

Кризис парализовал рынок ГКО, резко снизил котировки других государственных ценных бумаг и обрушил рынок акций. Особенно важно то, что это потрясение подорвало главную несущую опору финансового рынка - систему банков и инвестиционных компаний. Однако рынок не погиб и, особенно с 1999 г., начал обретать второе дыхание.

В то же время финансовый кризис положил начало новому этапу в развитии рынка ценных бумаг страны. Под влиянием позитивных сдвигов в экономике и более взвешенной экономической политики государства постепенно начинает меняться характер рынка. При этом главное изменение состоит в том, что если раньше операции на фондовом рынке в значительной мере были направлены на финансирование дефицита бюджета и одновременно носили преимущественно спекулятивный характер, то теперь фондовый рынок постепенно начинает играть роль, присущую ему в рыночной экономике, т.е. служить механизмом при-

влечения финансовых ресурсов, финансирования инвестиций в реальный сектор. В связи с этим меняется роль его важнейших сегментов: на первый план выходит рынок корпоративных бумаг (акций, корпоративных облигаций, векселей, развивается рынок деривативов), а ранее гипертрофированный рынок государственных бумаг перестраивается в направлении формирования более сбалансированной и рациональной структуры. Рынок государственных бумаг используется финансовыми институтами в большей мере в качестве инструмента регулирования ликвидности и в меньшей степени для спекулятивных операций.

Для того, чтобы обеспечить устойчивую растущую динамику рынка, необходим постоянный приток на него капитала от отечественных и иностранных инвесторов, причем не краткосрочного, а долгосрочного. В связи с этим очень важно знать состав и интересы участников рынка корпоративных бумаг. Рост котировок «голубых фишек» (т.е. наиболее ликвидных акций солидных компаний) происходит за счет притока краткосрочных денег нерезидентов (прежде всего американских и немецких инвесторов). В меньшей мере продолжают поступать и долгосрочные средства. Под влиянием кризиса изменились приоритеты вложений. В связи с потерями инвесторов резко сократились вложения на средний и долгий сроки.

После кризиса на рынке осталось две группы инвесторов: нерезиденты, которые получили редкую возможность приобрести пакеты акций за бесценок в ожидании возобновления роста котировок (что и произошло в начале лета 1999 г.), и инвесторы, настроенные на долговременную и солидную деятельность в реальном секторе экономики.

В 1999 г. происходили важные изменения и в инфраструктуре рынка корпоративных бумаг. В декабре ФКЦБ выдала лицензию фондовой биржи Российской торговой системе (кроме того, статус биржи имеют биржа «Санкт-Петербург» и фондовый отдел ММВБ).

Изменения в «технологической инфраструктуре» фондового рынка свидетельствуют о том, что в отношении этой структуры и других элементов организации и деятельности он вплотную приблизился к современным «параметрам» рынка корпоративных

бумаг. Расширяется набор финансовых инструментов этого рынка.

Рынок корпоративных облигаций - важнейший сегмент фондового рынка с 1999 г. К середине 2001 г. капитализация рынка корпоративных облигаций достигла почти 2 млрд. долл. По экспертным оценкам, к 2003 г. этот рынок увеличится в 4-6 раз<sup>63</sup>, и облигации могут стать реальной альтернативой банковскому кредиту для многих крупных компаний. Этот сегмент рынка ценных бумаг находится в самом начале своего развития. Одной из основных проблем его является низкая активность вторичного рынка. Кроме того, для эмитентов выпуск облигаций - это значительно более дорогой источник привлечения средств, чем выпуск векселей и банковский кредит. Для инвесторов главная проблема состоит в низкой ликвидности КО.

Главной задачей восстановления доверия к российскому рынку государственных бумаг и реанимации этого рынка после августа 1998 г. было урегулирование отношений с кредиторами (прежде всего внешними).

Крупный государственный долг оказывает неблагоприятное давление на фондовый рынок и отрицательно влияет на инвестиционный климат в стране, не способствует повышению привлекательности России в качестве сферы приложения капитала.

12 февраля 2000 г. удалось договориться о списании 36,5% общего долга Лондонскому клубу, равному 32 млрд. долл. США. Погашение оставшейся части предусмотрено через 30 лет при процентных ставках ниже рыночных. Долговые обязательства Внешэкономбанка переформируются в еврооблигации, т.е. оставшийся долг преобразован в государственный.

Минфин России определил условия реструктуризации долгов по ГКО-ОФЗ. Для основной части инвесторов (банки, кредитные организации, предприятия, органы государственной власти, местного самоуправления и т.д.), составляющих первую группу, была разработана так называемая базовая схема, аналогичная условиям реструктуризации для нерезидентов. Согласно ей, 10% от суммы долга владельцы бумаг получают деньгами,

---

<sup>63</sup> Эксперт, 2001, 9 июля, с. 40.

20% - бескупонными облигациями, которыми можно будет платить налоговые недоимки и которые можно вносить по номиналу в уставные капиталы российских банков, 70% - облигациями со сроками обращения 4-5 лет и уменьшающейся по мере приближения даты погашения купонной ставкой.

Во вторую группу инвесторов вошли владельцы государственных бумаг, которым государство предписывало держать часть активов в ГКО - ОФЗ (страховые компании, негосударственные пенсионные фонды). Для них погашение осуществляется по следующей схеме: 30% деньгами, 20% инвестиционными бумагами и 50% доходными бумагами (новыми ОФЗ). По оценке Московского клуба кредиторов, на долю этой группы приходится примерно 6% от общей задолженности, а их рублевые потери составят около 25%.

К третьей группе относятся физические лица, фермеры, частные предприниматели. Они могут погашать облигации в полном объеме и в установленные сроки или реструктурировать долг как инвесторы второй группы. На таких же условиях будут иметь право погашать ГКО - ОФЗ инвесторы, которые размещали в облигации деньги физических лиц, либо деньги, предназначенные для выплат физическим лицам.

Реструктуризация внутреннего и внешнего долга по государственным облигациям позволила в начале 1999 г. возобновить операции на вторичном рынке «обновленных» государственных бумаг. Постепенно начали расти обороты ОФЗ и облигаций государственного сберегательного займа. Эксперты полагают, что эти виды государственных бумаг в дальнейшем могут стать объектом довольно выгодных долгосрочных вложений. Набор ликвидных бумаг с разными сроками погашения необходим как Минфину для финансирования краткосрочных кассовых разрывов в бюджете, так и Банку России для управления текущей ликвидностью банковского сектора.

В декабре 1999 г. Минфин провел первый после дефолта аукцион по продаже ГКО нерезидентам. Сразу возникший высокий спрос на эти бумаги объясняется тем, что нерезиденты, имеющие рублевые средства на так называемых «транзитных счетах», приобретая новые ГКО (и получив при их погашении

рубли), могут беспрепятственно купить валюту и репатриировать ее.

23 февраля 2000г. Минфин провел первый после кризиса 1998 г. открытый аукцион по размещению ГКО для резидентов. Им были предложены ГКО на сумму 2,5 млрд.руб. со сроком погашения 31 мая 2000 г. Доходность новых ГКО составляет 20,1%, т.е. практически находится на уровне инфляции<sup>64</sup>.

Следует отметить, что спрос на аукционе для резидентов втрое превысил предложение. Отчасти это связано с тем, что на рынке отсутствуют ликвидные финансовые инструменты и банкам некуда вкладывать накопившиеся у них рубли. Одновременно был проведен специальный аукцион по размещению ГКО для нерезидентов на ту же сумму с погашением 6 сентября 2000 г. После погашения иностранные инвесторы могут репатриировать выручку, обменяв рубли на доллары.

Кризис, как уже отмечалось, нанес сильнейший удар по основе финансового рынка - банковской системе. Роль коммерческих банков в российской экономике до августа 1998 г. и в значительной мере после кризиса была далека от тех функций, которые банки призваны выполнять в кредитно-финансовом механизме страны, оказывая существенное влияние на рынок ценных бумаг.

В результате кризиса многие банки фактически обанкротились, лишив вкладчиков их сбережений и подорвав доверие к себе и рублю. Одновременно они лишили страну реальных и потенциальных инвесторов, сделав фондовый рынок своим заложником. Это в значительной степени было связано с тем, что большая часть пассивов банков была создана в долларах, а активы (где значительная часть приходилась на ГКО) были выражены преимущественно в рублях. Кроме того, иностранные инвесторы, вложившие деньги в ГКО (а они были деноминированы только в рублях), заключили с банками форвардные сделки на обратную покупку своей валюты. Девальвация рубля обрушила весь этот механизм.

---

<sup>64</sup> Деньги, 2000, № 8, с.14.

При активной роли банков на фондовом рынке (а они играли первую скрипку прежде всего на рынке государственных ценных бумаг в докризисный период) характерно то, что в России почти не было тогда инвестиционных банков (их мало и сейчас), которые помимо инвестиций занимались бы гарантированием новых выпусков ценных бумаг, консультированием инвесторов, внедрением на рынок новых финансовых инструментов.

В связи с этим возникает проблема разделения функций коммерческих и инвестиционных банков, в том числе при осуществлении операций на фондовом рынке. Отрицательным моментом при этом является то, что таким образом создаются формальные препятствия для универсализации кредитных институтов. Однако это относится прежде всего к банкам в странах с развитой рыночной экономикой и финансовой системой. Вместе с тем эта мера может иметь и преимущества. Она способствовала бы преодолению разрыва между реальным и финансовым сектором, стимулированию инвестиционной деятельности, обеспечению большей стабильности и упорядоченности рынка ценных бумаг.

Здесь уместно сослаться на опыт США, напоминающий предкризисную ситуацию в России. В 20-е годы многие банки «активно пользовались деньгами вкладчиков, помещая их на рынке в спекулятивные ценные бумаги и гарантируя спекулятивные выпуски. Когда в 1929 г. произошел крах фондового рынка, большое число банков обанкротилось главным образом из-за подобной практики. Вкладчики, поместившие свои деньги в банки, которые они считали надежными институтами, вдруг обнаружили, что все их сбережения, часто накопленные за всю жизнь, просто исчезли. В то время не существовало федерального законодательства, способного защитить интересы вкладчиков»<sup>65</sup>.

Для решения этой проблемы в 1933 г. был принят закон Гласса-Стиголла (частично отмененный в 2000 г.). Закон отделил коммерческие банки от их занятых инвестиционной деятельностью филиалов, в результате чего банки уже не могли использо-

---

<sup>65</sup> См.: Тьюлз Р. Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Тэд М. Фондовый рынок. - М.: 1999, с.32.

вать деньги вкладчиков в спекулятивных целях, например, на фондовом рынке. Одновременно была создана Федеральная корпорация страхования депозитов.

Нечто похожее было сделано в России в 1996 г., когда в целях поддержки банков, обслуживающих реальный сектор, было дифференцировано регулирование кредитных институтов в соответствии с осуществляемыми операциями, а банки, с точки зрения их профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, были приравнены к небанковским финансовым организациям и переведены из под контроля Банка России под контроль ФКЦБ. Однако эта формальная мера, можно сказать, не повлияла на кредитование банками реального сектора и не была преградой для использования сбережений граждан не для финансирования инвестиций, а для спекулятивных операций на фондовом рынке.

В послекризисный период пока не удалось существенно изменить ситуацию в банковской сфере. По данным известного международного рейтингового агентства Standard & Poor's (S&P), российская банковская система является одной из наименее развитых в мире. Большинство банков России делают основную прибыль на операциях с ценными бумагами, а их собственный капитал меньше капитала акционеров и крупных клиентов. S&P также отмечает, что банки мало зарабатывают на кредитовании и комиссионных услугах и плохо привлекают средства частных вкладчиков. В последние годы рост кредитов в реальном выражении значительно опережает динамику активов и капиталов российских коммерческих банков<sup>66</sup>.

Кардинально изменить ситуацию в банковской сфере могут только такие меры, как сокращение доли государственных банков на рынке (они негативно влияют на конкуренцию), переход на международные стандарты отчетности (что обеспечит прозрачность их финансового состояния) и ввод в действие системы страхования вкладов.

Тормозящее влияние на формирование полноценного российского фондового рынка оказывает такой фактор, как неуважение к собственности и связанное с ним пренебрежение права-

---

<sup>66</sup> Эксперт, 2002, 26 августа, с. 5.



ми собственника (особенно мелкого акционера, вкладчика), которые очень слабо защищены законом. Одним из аспектов этой проблемы является необходимость внедрения эффективного корпоративного управления, основанного на действенном контроле собственника за управляющими (это относится и к государственным, и к приватизированным предприятиям, а также к банкам), которые сплошь и рядом ведут дела как им заблагорассудится, часто в личных интересах. Такая ситуация, в частности, неэффективное управление активами, отрицательно сказывается на финансовом взаимодействии предприятий и банков, рациональном использовании фондового рынка для прибыльных вложений, а также его функции «проверки» финансовой надежности участников. Разумное подчинение деятельности менеджмента интересам фактических собственников является одним из неперенных условий эффективного использования капитала предприятия через механизм рынка ценных бумаг.

В связи с этим принципиально важной задачей является корректировка прежде всего правовой базы взаимоотношений собственника и управляющего, повышение эффективности корпоративного управления, изменение мотивации поведения управляющих, направленной на максимизацию личного дохода.

Современное состояние российского фондового рынка, явившееся результатом его десятилетнего формирования, свидетельствует о том, что Россия подошла к рубежу, на котором государству необходимо принимать самые решительные меры по созданию емкого, эффективного цивилизованного рынка ценных бумаг. Международный опыт убедительно показывает, что в переходной экономике таким институтам, как фондовый рынок, самим встать на ноги не под силу. Необходима активная государственная поддержка, и не просто поддержка, а долгосрочная государственная стратегия и политика развития рынка ценных бумаг.

Однако до сих пор государственная политика в этой области в целом не способствовала этому процессу. Зачастую в программных документах правительства фондовый рынок просто игнорировали, его государственное регулирование отставало от требований жизни.

Сейчас многие экономисты, к которым себя причисляет и автор данной работы, пришли к единому мнению, что необходимо сделать выбор между развитием модели фондового рынка образца 1994-2000 гг. и принципиально новой моделью, ориентированной на обеспечение выхода на рынок большого числа эмитентов и приобщение населения к инвестициям прежде всего в отечественные акции и облигации.

Развитие фондового рынка с такой ориентацией, естественно, не может осуществляться обособленно от проведения общей политики реформ.

При этом программа социально-экономического развития страны на перспективу (в отличие от так называемой «программы Грефа») должна быть направлена на преодоление тенденции деградации производственного потенциала, нарастающего выбытия основных фондов, падения технологического уровня и конкурентоспособности обрабатывающей промышленности, разрушения научно-технического потенциала страны.

Отказ от активной политики государства по стимулированию инвестиционной активности и развитию фондового рынка при нынешнем состоянии банковской системы страны (все активы банковского капитала в России сопоставимы с активами одного крупного европейского банка), при одновременной ориентации на краткосрочные кредиты и спекулятивном характере рынка ценных бумаг приведет к тому, что внутренние механизмы долгосрочных инвестиций так и останутся в «зародышевом» состоянии.

Пренебрежение стимулированием научно-технического прогресса и многократным повышением инновационной активности и отсутствие развитых рыночных институтов ее поддержки будет означать дальнейшую деградацию технического уровня и конкурентоспособности отечественной промышленности. Очевидно, что все это негативно скажется на возможностях использования огромного потенциала развития фондового рынка, не будет укреплять его материальную и финансовую базу.

Поворот к конструктивной экономической стратегии и политике позволил бы уже в ближайшее время осуществить ряд мер по развитию фондового рынка. К таким мерам относятся стиму-

лирование создания рынка корпоративных облигаций, производных финансовых инструментов, принятие и применение закона «Об инвестиционных фондах», правовых положений о запрете инсайдерской торговли, эмиссия новых ценных бумаг для населения; принятие методических рекомендаций ФКЦБ по выводу российских компаний на фондовый рынок, ужесточение контроля за исполнением законодательства в области раскрытия и распространения информации об эмитентах, ведение учета в соответствии с международными стандартами.

## **2.2. Фондовый рынок в других государствах СНГ**

### **Украина**

Украинский фондовый рынок по своим основным «параметрам» и тенденциям развития напоминает российский, по образцу которого он и создавался. Главное различие между этими рынками касается их количественных характеристик - оборота, числа участников, видов обращающихся финансовых инструментов и т.д. В то же время в качественном отношении (т.е. прежде всего с точки зрения капитализации, глубины, ликвидности, прозрачности) и в отношении роли в экономике эти рынки во многом очень похожи. Следует отметить, что украинский фондовый рынок тесно связан с российским (чего нельзя сказать о рынках ценных бумаг других стран СНГ) прежде всего потому, что значительная часть иностранного капитала на рынке акций Украины - это капитал российских компаний. В силу именно этого обстоятельства российский финансовый кризис наиболее сильно ударил по украинскому фондовому рынку.

В формировании этого рынка отчетливо выделяются три этапа. На первом этапе, который длился до первой половины 90-х годов, создавались основные организационно-правовые условия развития первичного и вторичного рынка ценных бумаг, отдельные элементы инфраструктуры. Особенности этого этапа являются вялое развитие рынка акций из-за очень низких темпов приватизации, отсутствие системы регистрации и учета прав собственности на ценные бумаги и целенаправленного государственного регулирования фондового рынка. В целом для этого пе-

риода характерна определенная хаотичность происходивших преобразований.

Правовая база фондового рынка, формирование которой проходит через все этапы его развития, начала создаваться в 1991-1992 гг. Среди законодательных актов того времени следует отметить законы «О ценных бумагах и фондовой бирже» (июнь 1991 г.), «О хозяйственных обществах» (сентябрь 1991 г.), «О приватизации имущества государственных предприятий» (март 1992 г.), «О приватизации небольших государственных предприятий» (март 1992 г.).

Большое значение для обеспечения упорядоченного становления фондового рынка имели указ президента «Об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях» (февраль 1994 г.) и решение Кабинета министров «О доверительных обществах» (апрель 1994 г.).

Во второй половине 90-х годов принципиально важным для развития фондового рынка документом стал закон «О государственном регулировании рынка ценных бумаг на Украине», по которому созданная в июне 1995 г. Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР) отвечает за регистрацию, лицензирование и контроль за деятельностью участников фондового рынка, а также за регистрацию эмиссии ценных бумаг. В законе сказано, что «Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку обеспечивает комплексное правовое регулирование вопросов, которые возникают на рынке ценных бумаг». Для выполнения в полном объеме статей закона «О государственном регулировании рынка ценных бумаг» было разработано и утверждено еще около 40 нормативных актов.

В марте 1996 г. был принят очень важный Указ Президента Украины № 160, утвердивший «Положение о деятельности в области прав собственности на именные ценные бумаги и депозитарную деятельность» - он заложил основы порядка регистрации ценных бумаг, важнейшего для всей инфраструктуры фондового рынка. В конце года была разработана новая редакция закона Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже», регламентирующего порядок выпуска в оборот векселей.

В 1997-1998 гг. законодательная база рынка ценных бумаг Украины пополнилась такими важными законами и нормативными актами, как закон «О национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине»; Положение о введении реестров владельцев именных ценных бумаг; Положение о лицензировании регистраторов; Положение о депозитариях; Положение о лицензировании депозитариев; Положение о порядке регистрации ценных бумаг иностранных эмитентов на Украине<sup>67</sup>.

Последнее Положение, принятое в 1998 г., предусматривало, что акции и облигации иностранных эмитентов могут отныне обращаться на фондовом рынке страны только после их регистрации в ГКЦБФР. Комиссия имеет право приостановить обращение иностранных ценных бумаг. Основанием для этого может служить нарушение эмитентами законодательства Украины. Торговля иностранными ценными бумагами может осуществляться только через биржи или зарегистрированные торговые системы. Этот документ имел большое значение для регулирования деятельности нерезидентов на фондовом рынке и вхождения Украины в мировую финансовую систему.

Несмотря на обилие различных правовых актов и нормативных документов, регламентирующих отдельные стороны функционирования фондового рынка, эффективность правовой базы явно недостаточна, поскольку она в должной мере не обеспечивает защиты прав инвесторов, прозрачности рынка и действенной борьбы с правонарушениями на этом рынке. Для решения этих важнейших вопросов становления рынка ценных бумаг в 1998 г. ГКЦБФР приняла несколько Положений, определяющих порядок конструкции информации о выпуске ценных бумаг. Эти акты играют важную роль в переходе на международные стандарты бухгалтерского учета и раскрытия информации об эмитентах.

В октябре 1999 г. президент страны подписал Указ «Об основных направлениях развития фондового рынка Украины в 2000

---

<sup>67</sup> Экономические новости России и Содружества, 1998, январь, № 1, с.3.

г.», предусматривающий принятие мер по защите прав инвесторов, совершенствованию инфраструктуры рынка и его нормативно-правовой базы<sup>68</sup>.

Второй этап становления фондового рынка охватывает период со второй половины 90-х годов до августовского кризиса 1998 г. Для него характерны ускорение рыночных преобразований, прежде всего приватизации, развитие институциональной структуры фондового рынка, рост числа финансовых посредников, начало его самоорганизации.

В 1995 г. коммерческие банки получили право на непосредственное участие в приватизационных процессах, что усилило конкуренцию между институциональными участниками фондового рынка. В период массовой приватизации более 40% граждан Украины с помощью институтов совместного инвестирования реализовали свое право на часть государственной собственности.

Третий этап развития фондового рынка начался в 1999 г., когда началась постепенная активизация его первичного и вторичного сегментов.

В современных условиях первостепенное значение приобретает обеспечение прозрачности рынка, а также улучшение защиты прав прежде всего мелких инвесторов, инфраструктуры рынка ценных бумаг, поскольку именно это качество играет огромную роль в повышении его привлекательности для инвесторов, укреплении их доверия к украинским ценным бумагам.

При этом особое значение имеет привлечение иностранного капитала, который, несмотря на имеющиеся широкие правовые возможности для участия в приватизации и операциях с ценными бумагами, под влиянием потрясений 1998 г. и других причин мало доверяет Украине как сфере приложения капитала.

До 1996 г. основную роль на рынке по сумме выпущенных ценных бумаг играли государственные бумаги. Их эмитировало Министерство финансов, а генеральным агентом по размещению и обслуживанию является Национальный банк Украины (НБУ). Другими словами, украинские ОВГЗ аналогичны российским

---

<sup>68</sup> Рынок ценных бумаг, 2000, № 11, с.45.

ГКО. В конце 1996 г. на этот рынок были допущены нерезиденты, которые использовали его в основном для спекулятивных операций. В начале 1997 г. доля нерезидентов в первичных аукционах ОВГЗ составила уже 50% от общей суммы продаж.

В самом начале своего формирования рынок ОВГЗ характеризовался очень высокой доходностью: до 120% годовых (в феврале 1996 г.) и 108% годовых в середине того же года по 3-х месячным дисконтным облигациям. Затем последовал период относительной стабилизации доходности на уровне 57% годовых, что соответствовало выбранной политике стабильности курса гривны к доллару. Последующее резкое падение уровня доходности размещения 3-х месячных облигаций до 30% годовых объяснялось политикой Минфина Украины, направленной на снижение стоимости обслуживания внутреннего долга. Но такое снижение инвестиционной привлекательности ОВГЗ повлекло за собой сброс облигаций инвесторами-нерезидентами. Впоследствии доходность размещения опять то росла до 55-57% годовых, то снижалась до 45-50% и до 25-30%. Всего за 1996-1998 гг. было проведено более 1000 аукционов по первичному размещению облигаций внутреннего госзайма, а на торгах ими на УМВБ заключено более 2000 сделок. Прямыми участниками рынка ОВГЗ были свыше 160 коммерческих банков и их клиенты, как резиденты, так и нерезиденты. Если в 1996 г. за счет эмиссии этих облигаций покрывалось около 37% дефицита бюджета, то в 1997 г. эта доля составила 67%. В то же время кредиты НБУ правительству почти утратили свое значение.<sup>69</sup>

Российский финансовый кризис августа 1998 г. негативно повлиял на фондовый рынок Украины, особенно на его крупнейший сегмент - ОВГЗ. Как уже отмечалось выше, нерезиденты, владевшие ОВГЗ, в течение всего года постепенно выводили свои капиталы из Украины. В итоге их доля на рынке ОВГЗ к августу снизилась до 16% (против 60% в январе). В августе, накануне российского дефолта, большей частью облигаций владел НБУ. При такой структуре рынка отток капитала после кризиса и девальвации гривны был относительно медленным и не столь

---

<sup>69</sup> Тенденции украинской экономики, 1997, сентябрь, с.54.

масштабным, как в России. Тем не менее последствия были достаточно тяжелыми, т.к. на Украине, как и в России все 90-е годы отмечался бюджетный кризис. Чтобы решить бюджетные проблемы и ослабить давление на гривну, Министерство финансов Украины в конце августа 1998 г. провело для резидентов конверсию облигаций, срок погашения которых приходился на 27 августа 1999 г. В итоге ОВГЗ обменяли на ценные бумаги со сроками погашения в 2001-2004 гг. Затем была проведена конверсия ОВГЗ для нерезидентов. Для тех, кто пожелал обменять ОВГЗ на конверсионные евробонды, выпущенные в долларах США, была установлена доходность в 20%. Замене подлежали краткосрочные гособлигации, выпущенные в 1997-1998 гг., а также среднесрочные, размещенные в 1997 г.

На Западе эту конверсию расценили как форму дефолта, поскольку иностранные инвесторы возвращали лишь не более половины своих средств. Следует отметить, что в России в результате реструктуризации ГКО-ОФЗ нерезиденты получали и того меньше (10-15%).

Главные проблемы в области нормализации рынка государственных ценных бумаг состоят в оздоровлении финансов и восстановлении доверия инвесторов к государственным обязательствам. Очевидно, что они могут быть решены лишь в результате проведения взвешенной финансовой и валютной политики, направленной на рациональное использование внутренних и внешних источников финансирования государственного долга.

Одной из особенностей фондового рынка Украины является рынок муниципальных ценных бумаг, используемых для финансирования дефицитов местных бюджетов. Правда, в конце 90-х годов развитие этого сегмента фондового рынка практически приостановилось из-за слабости правовой базы, недостаточности информационного обеспечения инфраструктуры и участвовавших злоупотреблений при проведении операций с векселями.

К фондовому рынку условно можно отнести «рынок приватизационных бумаг» (приватизационных имущественных сертификатов), который способствовал развитию рынка акций через механизм их «продажи» за эти сертификаты. Для этого каждый год (начиная с 1995 г.) публиковались списки компаний, подле-



жащих приватизации за сертификаты. Последние аукционы акций в обмен на сертификаты были проведены в 1999 г.

**Таблица 3**  
**Объемы зарегистрированных эмиссий ценных бумаг по состоянию на 1 января 2000 г. (млрд. грн.)**

Вид ценных бумаг	Объем эмиссии
<b>Корпоративные:</b>	
Акции	31,021
инвестиционные сертификаты инвестфондов и компаний	0,209
облигации предприятий	0,270
<b>Государственные:</b>	
ОВГЗ	11,449
облигации местных займов	0,182

*Источник:* Рынок ценных бумаг, 2000, № 11, с.45.

Рынок акций начал развиваться в процессе массовой приватизации. К середине 90-х годов на акции предприятий приходилось около 50% общей суммы выпущенных ценных бумаг. Капитализация этого рынка находится на очень низком уровне. Если в 1996 г. она составляла 1,6 млрд.долл, то и в середине 2000 г. ее уровень все еще не достигал 2 млрд.долл.<sup>70</sup> и нескольких процентов ВВП. Низкую капитализацию рынка акций можно объяснить низкой рентабельностью предприятий, их крупными долгами, незавершенностью процесса приватизации, которая объясняет значительную долю государства в уставном капитале большинства акционерных обществ и естественным нежеланием инвесторов вкладывать деньги в ценные бумаги таких эмитентов.

Рынок акций отличается низкой ликвидностью. Наиболее ликвидные акции котируют несколько компаний, такие как «Укрнефть», Запорожский автозавод, «Западэнерго», «Днепроэнерго» и ряд других.

<sup>70</sup> Индикатор, 2000, № 10-11, с.31.

Для рынка акций в конце прошлого и начале нового столетия характерны незначительные вторичные эмиссии. Это связано в основном с низкой общеэкономической конъюнктурой и вялым предложением капитала. Рынок акций пока не стал источником инвестиций в реальный сектор, и его динамизм зависит прежде всего от развития производства.

В начале 2000 г. участниками фондового рынка были 229 инвестиционных фондов и компаний, более 200 банков, 827 лицензированных торговцев ценными бумагами, 70 хранителей этих бумаг, 387 регистраторов.

Главную роль рынка ценных бумаг играет внебиржевой сектор, который состоит из двух внебиржевых торгово-информационных систем - Первой фондовой торговой системы (ПФТС) (на нее приходится более половины оборота всего фондового рынка) и Южно-Украинской торгово-информационной системы.

На Украине действуют шесть фондовых бирж: Украинская фондовая биржа (УФБ), Украинская межбанковская валютная биржа (УМВБ), Киевская международная фондовая биржа (КМФБ), Донецкая фондовая биржа (ДФБ), Приднепровская фондовая биржа (ПФБ), Крымская фондовая биржа (КФБ).

В конце 90-х годов технологическая инфраструктура фондового рынка получила дальнейшее развитие - был создан ряд депозитарных, регистраторских и расчетно-клиринговых структур. Особое значение для формирования фондового рынка имело учреждение в 1999 г. Национального депозитария. Его учредителями стали ГКЦБФР и НБУ. В его функции входит стандартизация депозитарного учета в соответствии с международными нормами, депозитарная деятельность, проведение расчетно-клиринговых операций, ведение реестра собственников именных ценных бумаг, развитие отношений с зарубежными депозитариями.

### **Белоруссия**

Белоруссия является одной из наименее «рыночных» стран среди постсоциалистических государств. Ее власти постоянно сидят «между двух стульев» - административным регулированием экономики и стремлением ввести элементы рыночной эконо-

мики. Поэтому экономическая политика правительства непоследовательна и часто противоречива, что отражается на развитии фондового рынка. Для него характерны преобладание рынка государственных ценных бумаг, зачаточное состояние рынка акций, неразвитость рынка деривативов, слабость правовой базы, инфраструктуры и системы регулирования.

К началу нового века в Белоруссии действовало более 40 законодательных актов, которые регламентировали деятельность участников рынка ценных бумаг. Наиболее важными являются законы «О ценных бумагах и фондовых биржах», «Об акционерных обществах, Обществах с ограниченной ответственностью и Обществах с доверительной собственностью». Эти законы были призваны регулировать рынок акций и облигаций, поэтому функционирование появившихся позднее ценных бумаг - финансовых и товарных векселей, депозитных сертификатов и других регулируется нормативными актами Национального банка (НББ) и Кабинета Министров Белоруссии.

В соответствии с Программой синхронизации и единой направленности экономических реформ в Республике Беларусь и Российской Федерации часть из них прошла процесс унификации с аналогичными правовыми актами России. В рамках проводимых интеграционных процессов между Россией и Белоруссией, в июне 1998 г. состоялось совместное заседание представителей Комитета по ценным бумагам Белоруссии и Федеральной Комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации по вопросам интеграции фондовых рынков России и Белоруссии и созданию единого инвестиционного пространства, по итогам которого подготовлено совместное письмо в Исполнительный Комитет Союза. Дальнейшее развитие интеграционных процессов фондовых рынков Белоруссии и России отражено в «Среднесрочной программе мероприятий по развитию Союза Белоруссии и России».

Очевидно, что в дальнейшем интеграция России и Белоруссии будет оказывать все большее влияние на формирование правовой базы и других «параметров» белорусского фондового рынка.

На рынке государственных ценных бумаг обращаются ГКО, ГДО-КД (долгосрочные бумаги типа российских ОФЗ), КО (краткосрочные облигации Национального банка Белоруссии).

Рынок белорусских ГКО возник в 1994 г. и растет постепенно. Он состоит из ГКО, выпускаемых на срок до 1 года, а также купонных облигаций (ГДО-КД) со сроком обращения до 3 лет. В 2000 г. объем ГКО, обращавшийся на рынке, составлял 1,4% ВВП, или 100 млн.долл.

С момента возникновения рынка ГКО Министерство финансов четко исполняло свои обязательства, поскольку, с одной стороны, объем внутреннего долга был незначительным, с другой стороны, НБУ кредитовал Министерство финансов для погашения ценных бумаг. За счет эмиссии государственных облигаций в конце 90-х годов финансировалось более половины дефицита бюджета.

Белорусские ГКО выпускаются в бездокументарной форме и торгуются на Белорусской валютно-фондовой бирже (МВФБ) в режиме «поставка против платежа».

Среднедневной оборот торгов составляет 3-4 млн.долл. (хотя и снижается до 1,2 млн.долл. в летний период). Рынок - ликвидный (коэффициент оборачиваемости составляет 3-4%), тем не менее, очень волатилен и имеет четкую сезонную динамику. Доходность бумаг, как правило, возрастает в «налоговую» неделю (20-25 числа месяца), а также в самом конце месяца, после чего происходит снижение ставок на рынке. Поскольку белорусские банки обычно испытывают дефицит средств в «налоговую» неделю, обороты как на рынке ГКО, так и на рынке РЕПО возрастают, достигая в эти дни 6-12 млн.долл.

На белорусском рынке ГКО есть первичные инвесторы, через которых Минфин размещает бумаги на аукционе, и обыкновенные инвесторы - профессиональные участники рынка ценных бумаг, которые могут проводить операции на вторичном рынке ГКО и на рынке РЕПО от своего имени и за свой счет.

Формально первичные инвесторы должны поддерживать двусторонние котировки на рынке гособлигаций. Однако в настоящее время Национальный банк слабо контролирует исполнение этого требования.

Проценты по государственным облигациям - отдельная статья расходов в бюджете. Основным источником доходов бюджета - налоговые поступления, которые распределены неравномерно в течение года: в первом полугодии поступает около 40% налогов, во втором - 60%, но 30% всех налогов за год бюджет получает в декабре.

Риск дефолта по внутреннему долгу Белоруссии практически отсутствует. Основным риском для иностранных инвесторов при покупке ГКО является валютный риск.

ГКО погашаются за счет доходов бюджета, размер которого в 2000 г. был равен 1,6 трлн. белорус. руб., процентные платежи также осуществлялись за счет бюджета. В августе 2000г. впервые состоялась сделка, когда нерезидент (российский банк) приобрел бумаги непосредственно у Минфина (ГКО с погашением в декабре на 10 млн.долл.). До конца 2000 г. Минфин планировал ограничить объем эмиссии ГКО, приобретаемых со счетов типа «С» суммой в 60 млн.долл.

Нерезиденты могут вкладывать средства в белорусские ГКО через механизм счетов типа «С», регулируемых менее жестко, чем аналогичные счета в России. Вкладчики могут репатриировать свои деньги, если они соблюдают определенные условия вложены в эти облигации на десятидневный срок.

В день продажи облигаций средства поступают на счет типа «С» инвестора (по данным НББ, расчеты на Белорусской валютно-фондовой бирже происходят в течение нескольких минут после заключения сделки). После этого нерезидент может приобрести валюту для репатриации. Если валюта приобретается на бирже, необходимо предварительное депонирование рублей, поэтому конвертация возможна на следующий день после продажи бумаг. Нерезиденты могут также покупать валюту на межбанковском рынке, что часто бывает проблематично.

В отдельных случаях Министерство финансов может согласиться на хеджирование валютного риска нерезидента, если, например, Минфину необходимо привлечь средства в определенные сроки. Однако такая практика не является распространенной и касается только первичного размещения бумаг.

Нерезидент также может договориться о хеджировании валютного риска с уполномоченным банком, через который он работает на рынке ГКО. Однако представители Национального банка затруднились сказать, насколько широко практикуется этот вид форвардных сделок.

Облигации муниципальных займов выпускаются городскими исполнительными комитетами. В отношении налогообложения они приравнены к государственным. Эти облигации котируются на МВФБ. По сути, кредитование эмитента осуществляется генеральным агентом займа (как правило, это один из банков), который держит весь объем в своем портфеле до погашения. Доходность к погашению при размещении займов такая же, как по ГКО.

Краткосрочные облигации НББ выпускаются периодически для регулирования Национальным банком денежной массы, находящейся в обращении. Сроки обращения - 30-90 дней. Доходность при размещении близка к ставке рефинансирования. Вторичные торги - на МВФБ в секции государственных ценных бумаг. Доходы освобождены от налогообложения.

Векселя НББ в национальной валюте выпускаются сроком обращения от 14 до 60 дней, в основном для ослабления давления на валютный рынок. Векселя процентные. Рынок в основном межбанковский, и первым векселедержателем может быть только банк. Повышает привлекательность и освобождение доходов от налогообложения.

Валютные векселя НББ выпускаются номиналом 100000 долларов со сроком платежа по предъявлении, но не ранее трех лет с момента выпуска. Доход начисляется в размере 6% годовых. Доходы также освобождены от налогообложения. НББ ежедневно дает двусторонние котировки векселей, таким образом поддерживая ликвидность рынка на приемлемом уровне. Уникальность этих векселей состоит в том, что их популяризация сопровождалась предоставлением инвесторам льготы в виде отмены обязательной продажи валютной выручки на МВФБ при условии направления этой выручки на покупку валютных векселей НББ. При этом векселя должны находиться в портфеле инвестора не менее 30 календарных дней. Поскольку биржевой курс долла-

ра в некоторые моменты составлял 40% от реального курса на «черном» рынке, инвесторы были готовы «заморозить» свою валютную выручку на месяц. Шестипроцентный доход не был стимулом для инвесторов интересовал. В 2000 г. разрыв между биржевым курсом и межбанковским сократился, и популярность векселей НБ несколько снизилась.

В конце 1999 г. НББ ввел серьезные ограничения в области операций с векселями с участием нерезидентов: были запрещены сделки, при которых происходит переход права собственности по векселю от нерезидента к резиденту, а также передача банковских векселей нерезидентам.

Рынок корпоративных ценных бумаг развивается очень вяло. Во многом это связано с медленно идущим процессом приватизации.

В целях осуществления «чековой» приватизации и в соответствии с законами «О приватизации» в 1994 г. появились массовые ценные бумаги - имущественные приватизационные чеки «Имущество». В 1996 г. акции приватизируемых предприятий распродавались на денежных и чековых аукционах в обмен на чеки «Имущество» через отделения сберегательных банков, или их приобретали члены трудовых коллективов. На аукционах и конкурсах продавались акции предприятий, которые были образованы в процессе первой волны приватизации в 1994-1995 гг.

В начале 1996 г. был утвержден ряд нормативных актов, регулирующих порядок проведения конкурсов и аукционов по продаже государственной собственности. Было разрешено снижать цену продажи объектов в случае отсутствия спроса на них. Последнее несколько оживило приватизацию (главным образом объектов коммунальной собственности).

В апреле 1996 г. состоялся первый чековый аукцион, в котором участвовали специализированные чековые инвестиционные фонды. Всего в течение 1996 г. состоялись три таких аукциона. Самыми заметными участниками аукционов были инвестиционные фонды, связанные с российским капиталом - «Славнефть» и «Славянский союз». Увеличение обменного курса акций в обмен на приватизационные чеки на третьем аукционе до 2,8 по сравнению с 1,5 на первых двух аукционах объясняется тем, что в

нем впервые участвовали два самых крупных приватизационных фонда РБ «Приф» и «Осмос-инвест».

В середине 1996 г. Мингосимущество издало приказ о начале продажи принадлежащих государству акций приватизируемых предприятий через фондовую биржу. Однако до продажи дело не дошло из-за невозможности согласовать список предлагаемых к продаже акций во всех полагающихся бюрократических инстанциях.

Вторичный рынок акций практически отсутствует, что позволяет сделать вывод, что этот рынок проходит «эмбриональную» стадию своего развития. Ко вторичному рынку можно (и то условно) отнести только скупку акций, обмениваемых на чеки «Имущество» в отделениях Сбербанка, которую проводили несколько компаний по заказам крупных российских инвесторов. Акции продаются и покупаются на МВФБ, которая находится под полным государственным контролем.

К рынку корпоративных бумаг условно можно отнести и рынок векселей РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России» и государственного предприятия «Белтрансгаз». С этими векселями операции разрешено проводить семи белорусским банкам, в том числе «Белгазпромбанку». Основой этого рынка является обязательство всех областных энерго- и газовых предприятий, имеющих задолженность за потребляемый газ, принимать векселя «Белтрансгаз» от субъектов хозяйствования в счет расчетов за энергоносители по номиналу независимо от срока погашения. Векселя выпускаются, как правило, для расчетов «Белтрансгаз» с поставщиками (в т.ч. нерезидентами). Рынок этих векселей интересует в первую очередь «зачетчиков» из России, которые имеют долги «Белтрансгаз» и хотят превратить эти долги либо в деньги, либо в товары белорусских производителей. Выпуск в обращение векселей значительно упрощает и ускоряет этот процесс.

Внебиржевой рынок существует с июня 2000 г. В ноябре прошли первые биржевые торги на МВФБ. «Белгазпромбанк» является расчетным банком по торгам векселями на МВФБ и генеральным агентом эмитента. Однако активность биржевых торгов была нулевой, поскольку статус участников торгов к этому времени получили только три банка. Эти векселя следует рас-



смаывать в первую очередь как расчетный инструмент, а не инвестиционный (как, например, векселя «Газпрома»). В конечном итоге все векселя проходят по долговым цепочкам, возвращаются в «Белтрансгаз» и изымаются из обращения последним.

Все сделки на рынке ценных бумаг Республики Беларусь могут совершаться только при участии профессионального участника - юридического лица, имеющего лицензию Комитета по ценным бумагам и осуществляющего деятельность по ценным бумагам как исключительную.

В Минске находится около 80% всех профессиональных участников рынка.

Структура профессиональных участников рынка ценных бумаг по организационно-правовым формам (включая банки, СИФы и биржи) включает в себя 31 банк, 25 специализированных инвестиционных фондов, 2 биржи и 190 прочих участников (брокеров, дилеров и т.д.). Основной объем сделок (почти 90%) приходится на банки.

Становление фондового рынка в Белоруссии требует создания его технологической инфраструктуры, отвечающей современным стандартам. При этом наряду с расчетно-клиринговой системой речь идет о формировании единой депозитарной системы во главе с Республиканским центральным депозитарием ценных бумаг (РЦДЦБ). В РЦДЦБ входят 32 депозитария-корреспондента (из 71 зарегистрированного в Комитете по ценным бумагам). В них ведутся реестры примерно 35% от общего числа эмитентов и 20% всех зарегистрированных акций.

Дальнейшее развитие рынка ценных бумаг Белоруссии будет зависеть от вектора реформ и действенности экономической политики. При этом прежде всего речь идет о приватизации. Парадокс состоит в том, что власти республики объявили о приверженности рынку, что страна давно «созрела» для рыночных преобразований, но 80% предприятий до сих пор находятся в государственной собственности. В то же время приватизация у соседей Белоруссии (прежде всего в России) шагнула далеко вперед. Российский бизнес проявляет к Белоруссии повышенный «инвестиционный интерес». Учитывая это, можно предполагать, что в

ближайшие годы становление фондового рынка будет идти более интенсивно.

### **Казахстан**

По уровню развития фондового рынка республика занимает среднее место на пространстве СНГ. Как и для других стран Содружества, для него типичны наличие ряда элементов институциональной основы, преобладание рынка государственных ценных бумаг и незначительная роль первичного и вторичного рынков корпоративных бумаг. Формирование рынка ценных бумаг в целом идет довольно плавно, чему в немалой степени способствуют низкая доля нерезидентов на рынке и относительная стабильность тенге. Эти два фактора способствовали тому, что российский финансовый кризис оказал на казахстанский фондовый рынок меньше влияния, чем на рынки многих других бывших союзных республик.

Основные элементы правовой базы были созданы в середине 90-х годов. В 1996 г. были приняты законы «О рынке ценных бумаг в Казахстане», «Об инвестиционных фондах» и «О регистрации сделок с ценными бумагами». Была выработана также новая концепция развития рынка корпоративных ценных бумаг, которая включала в себя вывод на рынок соответствующих ценных бумаг, полученных от купонной приватизации и приватизации крупных национальных предприятий<sup>71</sup>. Наряду с ключевыми законодательными актами был принят ряд положений: «О центральной депозитарии Республики Казахстан», «О кастодиальной деятельности на рынке ценных бумаг РК», «О введении реестра держателей ценных бумаг в РК», «О лицензировании кастодиальной деятельности на рынке ценных бумаг», «О лицензировании деятельности по ведению реестра держателей ценных бумаг», «О лицензировании брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг» и «О лицензировании Центрального депозитария».

В 1998-1999 гг. была продолжена работа по совершенствованию правовой основы с целью придания большей целостности

---

<sup>71</sup> Экономика Казахстана, отрасль, регион, предприятие, 1997, № 5-6, с.9.

правовой системе. Наиболее важными являются три закона: («Об акционерных обществах», «О государственном и гарантированном государством заимствовании и долге» и «О бюджетной системе»). В них были определены основные принципы и правила государственных заимствований посредством выпуска ценных бумаг, а также соответствующие полномочия правительства, Национального Банка, местных исполнительных органов республики и их эмитентов, а второй закон официально позволил приступить к выпуску в Казахстане нового вида государственных ценных бумаг - облигаций местных исполнительных органов. Помимо этого был принят закон «О внесении изменений и дополнений в некоторые законодательные акты Республики Казахстан», скорректировавший ряд положений указов президента страны «О страховании» (1995 г.), «О банках и банковской деятельности» (1999 г.). В начале 1999 г. была принята «Новая программа развития фондового рынка на 1999-2000 гг..»

Наиболее динамичным сегментом рынка республики является рынок государственных ценных бумаг.

Размещение государственных краткосрочных казначейских обязательств (ГККО) Республики Казахстан осуществляется на аукционах, проводимых Национальным банком. В аукционе по ГККО имеют право участвовать инвестиционные институты (профессиональные участники рынка ценных бумаг, юридические лица). Аукционы по ГККО начали проводиться с 1994 г. В 1995 г. на первичных торгах были размещены ГККО на общую сумму 230 млн.долл.США со сроком обращения 120 дней.

В 1996 г. продолжалось становление рынка ГККО. Затем начался выпуск шестимесячных ГККО. Привлекательность вложения средств в ГККО достаточно высока. Это объясняется высокой ликвидностью и гарантированностью ГККО.<sup>72</sup>

В 90-е годы не менее одной пятой дефицита бюджета было покрыто за счет выпуска ГККО.

Активно формируется вторичный рынок ГККО. Основная особенность функционирования вторичного рынка ГККО заключается в большом проценте «нерыночных» сделок. К ним отно-

---

<sup>72</sup> Panorama, 1999, 13, с.10.

сятся такие сделки, доходность по которым не укладывается в интервал от 17-18% до 58-62% годовых. Как правило, за этим стоят сделки типа РЕПО, ставка по которым не облагается налогом.

По сделкам с ГККО предусмотрено льготное налогообложение. Законодательство республики (Закон об иностранных инвестициях) разрешает доступ нерезидентов к аукционам через первичных дилеров в рамках квоты в 20%, в 1996 г. квота была увеличена до 30%.

Кроме ГККО на валютном рынке Республики Казахстан определенное распространение получили валютные векселя Минфина.

После разработки необходимой правовой базы к выпуску государственных ценных бумаг приступили местные исполнительные органы республики.

Рынок корпоративных бумаг находится в зачаточном состоянии. В середине 90-х годов происходил переход от купонной приватизации к денежной, хотя эти этапы и не существовали никогда в чистом виде. В ходе 22 купонных аукционов выставлялись на продажу акции более 200 предприятий. В большинстве случаев выставлялся пакет до 50% (средние предприятия) или свыше 51% (мелкие и средние нестратегические предприятия). В аукционах участвовали инвестиционные приватизационные фонды (ИПФ), созданные ранее для аккумуляции приватизационных купонов, которые получили 97% граждан Казахстана. Каждый ИПФ мог приобрести на одних торгах не более 10% акций одного предприятия. Всего было сформировано 269 ИПФ.

Основная масса предприятий, выставленных на купонные аукционы, не представляла интереса для серьезных инвесторов, так как ведущие предприятия планировалось приватизировать совершенно по другим схемам. На эти аукционы выставлялось не более 5% их акций.

Через денежные аукционы должны быть реализованы пакеты акций более 2000 предприятий. На аукционы будут выставлять только предприятия, прошедшие регистрацию в Национальной комиссии по ценным бумагам.

Создана Центрально-Азиатская фондовая биржа, которая проводит процедуры предлистинга, в том числе и проспектов эмиссий акций крупных промышленных предприятий, приватизируемых по индивидуальным планам.

Создается еще одна торговая площадка на основе объединения Казахстанской валютно-фондовой и Международной фондовой бирж. Их ресурсы будут объединены, а система торговли организована примерно так же, как на российской ММВБ, то есть с депонированием бумаг, дилерами и маркетмейкерами. Все эмитенты, чьи эмиссионные выпуски будут допущены на торги, обязаны пройти аудит по международным стандартам.

Своеобразным вариантом денежной приватизации уже стала практика управления по контрактам, подвергаемая в последнее время критике.

Как правило, это происходит с крупными предприятиями, составляющими промышленный потенциал страны. С победителем закрытого тендера подписывается контракт, согласно которому часть государственного пакета акций (30%) ему продается немедленно, а другой, объемом в 30-59%, передается в доверительное управление (в том числе нерезидентам). Срок действия подобных контрактов обычно 5 лет. Кроме того, управляющая компания получает приоритетное право на выкуп еще одной части пакета в случае, если принимается решение о полной или частичной реализации государственного пакета.

Всего в 1994-1995 гг. республикой передано 45 национальных предприятий вместе с контрольным пакетом акций в доверительное управление иностранным компаниям.

Кроме этих «пионеров» другими держателями акций и потенциальными участниками рынка являются инвестиционные паевые фонды. Они владеют контрольными пакетами акций средних и мелких предприятий и небольшими (до 5%) крупнейшими предприятиями металлургической и нефтехимической отраслей.

Общая ситуация на рынке корпоративных бумаг определяется текущим спросом-предложением на три-четыре основные ценные бумаги, тогда как объемы сделок с остальными ценными бумагами практически не влияют на общие показатели, за ис-

ключением разовых крупных сделок. В результате изменений предпочтений инвесторов по отношению к наиболее популярным бумагам (облигациям «Kazkommerts International B.V.», привилегированным акциям ОАО «Казахтелеком», простым акциям ОАО «Народный Сберегательный Банк», Шымкентнефтеоргсинтез и т.д.) происходили кратковременные всплески спроса. В конце 90-годов на этом рынке обозначились некоторые положительные моменты, среди которых следовало бы выделить появление на национальном фондовом рынке первых международных облигаций «Kazkommerts International B.V.», продемонстрировавшее высокий потенциал корпоративных облигаций и интерес к ним со стороны инвесторов<sup>73</sup>.

В республике реализуется Программа приватизации и повышения эффективности управления государственным имуществом на 1999-2000 гг., в которой был определен комплекс мероприятий по приватизации государственного пакета «голубых фишек», т.е. казахстанских АО с решающей долей государства в уставном капитале, ценные бумаги которых включены (или могут быть включены) в официальный список KASE по категории «А» и обращаются в достаточном объеме на национальном и международном фондовом рынках. Среди наиболее заметных мероприятий, касающихся акционирования госпакета «голубых фишек», следовало бы выделить следующие: формирование межведомственной комиссии по проведению тендера среди инвестиционных компаний (банков) и специализированных консалтинговых фирм по приватизации организаций, в основном получивших статус открытых народных акционерных обществ (ОНАО); разработка принципов приватизации и публикация их в национальной и международной финансовой прессе; проведение тендера по госпакету ОАО «Народный Сберегательный Банк Казахстана», победителем которого вышел консорциум «Азия-Инвест».

В Казахстане существует четыре вида институциональных инвесторов: банки, пенсионные, инвестиционные фонды и страховые организации. Правда, в роли полноценных институцио-

---

<sup>73</sup> Panorama, 1999, 20, с.5.

нальных инвесторов могут выступать лишь накопительные пенсионные фонды (НПФ), которые представлены одним государственным накопительным пенсионным фондом (ГНПФ) и 14 негосударственными накопительными пенсионными фондами (ННПФ). Основная часть пенсионных накоплений - 52,5% по-прежнему остается в ГНПФ. Факты говорят о тенденции укрепления доверия населения страны к негосударственным накопительным пенсионным фондам. Лидером среди ННПФ по объему пенсионных активов по-прежнему остается ЗАО «НПФ Народного банка Казахстана», аккумулировавший к началу 2000 г. 34,6% всех накоплений ННПФ. Вслед за ним идут: ЗАО «Открытый пенсионный фонд «УЛАР» (13,2%) и ЗАО «НПФ УМИТ» - 11,7%.

Инфраструктура рынка ценных бумаг представлена брокерами-дилерами, регистраторами, комитетами по управлению пенсионными активами (КУПА), трансфер-агентами и управляющими портфелем ценных бумаг.

Брокерско-дилерские организации подразделяются на банки, брокерская деятельность которых ограничивается исключительно государственными ценными бумагами, и небанковские организации. Общее количество брокеров-дилеров, возросшее в 1998 г. с 61 до 73, в 1999 г. сократилось до 58, что произошло в основном за счет количества лицензированных небанковских организаций, в то время, как число «брокеров-дилеров-банков» оставалось достаточно стабильным. Лицензирование брокерско-дилерской деятельности в Казахстане осуществляется по двум категориям: лицензия I категории дает право ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя, а обладатели лицензии II категории такого права не имеют и поэтому не могут принимать деньги клиентов на свой банковский счет. В силу ограниченности лицензий II категории и неспособности их обладателей оказывать достаточный спектр услуг общее число брокеров-дилеров сокращалось именно за счет этой категории и, по-видимому, в обозримом будущем следует ожидать их исчезновения с фондового рынка как профессиональных участников операций с ценными бумагами. Общее же число фактически действующих брокеров-дилеров на казахстанском фондовом рынке

составило (на 1 января 2000 г.) 55 организаций, из которых 25 - банки и 30 - небанковские учреждения.

Одним из наиболее значимых событий 1999 г. для национальных брокеров-дилеров стало вступление в силу Правил по осуществлению брокерско-дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, утвержденных Национальной комиссией по ценным бумагам 31 декабря 1998 г. Самое важное нововведение заключается в том, что теперь на брокеров-дилеров возложена обязанность заключения всех сделок с ценными бумагами исключительно на организованном рынке, т.е. в торговых системах организаторов торгов на фондовом рынке.

Прямым следствием вялой динамики рынка ценных бумаг стало сокращение количества регистраторов с 32 до 24 к концу 1999 г. К этой категории участников фондовой деятельности относятся акционерные общества и кастодианы, или банки второго уровня, осуществляющие на основании лицензии НКЦБ деятельность по хранению документарных ценных бумаг и учету бездокументарных ценных бумаг, принадлежащих их клиентам, равно как и денег клиентов.

Акционерные общества имеют право самостоятельно вести реестр держателей его акций, если число акционеров не превышает 500. В противном случае реестр ведется специальной организацией - регистратором, причем ведение реестров держателей других ценных бумаг, выпущенных АО (облигаций, производных ценных бумаг), осуществляется исключительно регистраторами. Эмитенты с отличной от АО организационно-правовой формой (товарищества с ограниченной ответственностью и др.) имеют право самостоятельно вести реестры держателей выпущенных ими ценных бумаг, если число таких держателей не превышает 500.

Банки-кастодианы, обслуживающие накопительные пенсионные фонды (НПФ), не только хранят (учитывают) их пенсионные активы, но и осуществляют контроль за их целевым расходованием и размещением. Всего насчитывается 11 подобных организаций: ОАО «Народный сберегательный банк Казахстана»; ЗАО «Дочерний акционерный банк АБН АМРО БАНК Казахстан»; ЗАО «Алматинский торгово-финансовый банк»; ОАО



«Казкоммерцбанк»; Национальный Банк; ОАО «Термирбанк»; ЗАО «Евразийский банк»; ОАО «Банк ТуранАлем»; ОАО «Банк Каспийский»; ОАО «БанкЦентрКредит» и дочерний банк ЗАО «HSBC Банк Казахстан».

Количество КУПА остается стабильным. На начало 2000 г. их было 8. В целях сокращения расходов по размещению пенсионных активов КУПА получило право на лицензию второй категории по осуществлению брокерско-дилерской деятельности и тем самым напрямую выходить в торговую систему Национальной фондовой биржи.

В прошлом году в рамках реализации Программы развития рынка ценных бумаг Казахстана НКЦБ приступила к формированию нормативной базы, регулирующей деятельность трансфер-агентов национального фондового рынка. Их основные функции заключаются в посредничестве по приему-передаче документов финансовым институтам, действующим и потенциальным клиентам. Первым шагом стало Постановление НКЦБ «О деятельности по оказанию услуг трансфер-агента на рынке ценных бумаг РК» (1999 г.), где подобные операции были квалифицированы как профессиональная деятельность на фондовом рынке и лицензировались в установленном законодательном порядке. В развитие данного постановления Комиссией были разработаны проекты правил лицензирования услуг, оказываемых трансфер-агентами, и услуг, предоставляемых трансфер-агентам на национальном рынке ценных бумаг.

Программой развития фондового рынка на 1999-2000 гг. было предусмотрено формирование еще одного рыночного института - управляющих портфелем ценных бумаг. Пока в стране функционирует лишь одно подобное учреждение - ТОО «Tasbaka Asset Management». Однако впоследствии их сеть будет, очевидно, расширяться, и тогда без заключения специального договора на управление активами с управляющими портфелем ценных бумаг в Казахстане не сможет функционировать ни один инвестиционный фонд.

Основу «технической» инфраструктуры национального рынка ценных бумаг составляют Центральный депозитарий и Казахстанская фондовая биржа (KASE). Последняя была образо-

вана в ноябре 1993 г. как межбанковская валютная биржа и прошла через две реорганизации (с выделением Алматинской биржи финансовых инструментов в 1997 г. и последующим ее поглощением в 1999 г.). В настоящее время это - единственная фондовая биржа в республике, на которой, помимо государственных и негосударственных ценных бумаг, котируются иностранные валюты, а также срочные финансовые инструменты.

Центральный депозитарий осуществляет расчеты в тенге по сделкам с государственными ценными бумагами, а также с негосударственными ценными бумагами на условиях «поставка против платежа».

Одним из направлений развития фондового рынка является расширение базы привлечения сбережений населения страны путем более широкого использования инвестиционных фондов, которые со временем должны стать основным механизмом мобилизации в экономике средств реальных и потенциальных непрофессиональных инвесторов.

Для повышения привлекательности негосударственных ценных бумаг намечено: создание централизованной комплексной системы раскрытия информации о действиях контрагентов рынка ценных бумаг; корректировка понятия «открытое народное общество» с целью ужесточения дисциплины их членов по включению ценных бумаг в официальные списки организаторов торгов; формирование перечня предприятий с государственной долей в уставном капитале, обязанных функционировать исключительно в форме ОАО, либо по отношению к которым будет проводиться внешний бухгалтерский учет.

В ближайшие годы предполагается завершение приватизации государственных пакетов «голубых фишек»; урегулирование вопросов по выпуску ипотечных облигаций; внедрение в обращение векселей; разработка порядка выпуска и обращения жилищных облигаций.

### **Узбекистан**

Наличие развитого рынка ценных бумаг и его главного института - фондовой биржи - неотъемлемая составная часть полноценной рыночной экономики, курс на строительство которой в

соответствии с собственной моделью проводится Узбекистаном в течение последних десяти лет.

Основным приоритетом рыночного реформирования и либерализации экономики на ближайшую перспективу признано формирование многоукладной экономики, в которой ведущую роль играет частная собственность. Сбережения и инвестиции частного сектора рассматриваются как основной источник финансовых ресурсов в рыночной экономике, создания новых рабочих мест. Обеспечение ведущей роли частного сектора важно и для нейтрализации или ослабления рисков глобализации, без учета которых немислимо встраивание Узбекистана в современную систему мирового хозяйства. Важнейшим фактором, определяющим объемы и эффективность использования ресурсов частного сектора, выступает институциональная среда, в т.ч. работающий рынок ценных бумаг, создающий условия для притока сбережений и инвестиций в реальный сектор.

Развитие фондового рынка стало естественным результатом происходящих в стране с 1995 г. приватизационных процессов, в результате которых более 20,7 тыс. предприятий изменили формы собственности и хозяйствования. К началу нового века предприятия с негосударственной формой собственности составляли 88,2% от их общего числа. Ими производилось 53,3% ВВП, в т.ч. 63,9% промышленной и 99,3% сельскохозяйственной продукции. В негосударственном секторе было занято 74% экономически активного населения<sup>74</sup>.

В финансовой сфере процессы разгосударствления и приватизации по-настоящему развернулись лишь в последние два года. В соответствии с принятым Узбекистаном постепенным, поэтапным подходом к либерализации экономики сначала она должна пройти в реальном секторе и внешней торговле, затем уже в финансовом секторе. Финансовая либерализация в условиях наличия серьезных ценовых, институциональных и торговых диспропорций не может повысить эффективность использования и распределения финансовых ресурсов в экономике. При этом «ее не следует понимать как ограничение государственного вме-

---

<sup>74</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 2, с. 25.

шатательства в деятельность финансовых институтов, это лишь ослабление прямого контроля и замена его косвенным»<sup>75</sup>. В Узбекистане полагают, что приватизировать банки следует только после улучшения качества их портфелей и приведения в порядок государственного регулирования банковской деятельности. Необходимо строго следить, чтобы в результате приватизации банков их деятельность не сосредоточилась на обслуживании крупных бизнес-групп, что увеличит опасность монополизации и чрезмерного кредитования. Что касается иностранных банков, то считается, что их можно допускать на финансовый рынок только с определенными ограничениями их деятельности, до тех пор пока национальные банки не смогут конкурировать с ними на равных.

В начале 2000 г. в Узбекистане насчитывалось 35 коммерческих банков (по сравнению с 33 в начале 1999 г.), из них 2 государственных, 17 акционерных, 10 частных и 6 с участием иностранного капитала, а также 13 представительств крупных иностранных банков<sup>76</sup>. Однако около 60% всех банковских активов контролируется Центральным банком Узбекистана. Поэтому операции половины коммерческих банков сконцентрированы на обслуживании определенных секторов экономики или отдельных предприятий. В 1999 г. государство напрямую или через госкомпанию участвовало в капитале 17 банков<sup>77</sup>.

В соответствии с Указом президента Республики Узбекистан «О мерах по совершенствованию деятельности акционерных коммерческих банков» от 2 октября 1998 г. и постановлением Кабинета Министров «О мерах по дальнейшему реформированию банковской системы» от 15 января 1999 г. разработана программа реформирования банковской системы, которая предусматривает предоставление банкам большей самостоятельности, меры по реструктуризации и приватизации банков путем эффективной и оптимальной продажи части государственной доли в коммерческих банках местным и особенно заграничным инве-

---

<sup>75</sup> Рынок, деньги и кредит, 2000, № 3, с. 9.

<sup>76</sup> Рынок, деньги и кредит, 2000, № 1, с. 10.

<sup>77</sup> Индикатор, 2000, № 2, февраль, с. 21.

сторам. В процессы либерализации и приватизации в настоящее время вовлечены крупнейшие банки страны. С рядом международных финансовых институтов ведутся переговоры о потенциальных иностранных инвесторах. Например, при реструктуризации уставного капитала коммерческого «Асакабанка» в соответствии с постановлением Кабинета Министров РУ «О мерах по разгосударствлению и приватизации предприятий с привлечением иностранных инвесторов в 2000-2000 годах» от 26 ноября 1999 г. было принято решение об увеличении доли, предлагаемой иностранным инвесторам, с первоначально намеченных 22% до 50%.<sup>78</sup> Коммерческие банки активизируют работу по привлечению инвесторов на внутреннем фондовом рынке.

В Узбекистане разрабатываются собственные подходы к организации фондового рынка, созданию его инфраструктуры, соответствующей направлениям и темпам проводимых в стране рыночных преобразований. Политика государства в этой области направлена в первую очередь на то, чтобы создать рынок ценных бумаг, отвечающий национальным интересам Узбекистана, интегрированный в мировой фондовый рынок, обеспечивающий инвестиции в экономику страны.

К ценным бумагам узбекское законодательство относит акции, облигации, казначейские обязательства, депозитные сертификаты, векселя и производные ценные бумаги. По состоянию на II квартал 1999 г. Национальным депозитарием было зарегистрировано 8645 различных видов ценных бумаг, в т.ч. 2790 наличных и 5855 безналичных<sup>79</sup>.

Наличие развитого рынка ценных бумаг рассматривается и как важное условие контроля за дефицитом госбюджета, поддержания экономической стабильности, наиболее эффективным методом которого, по мнению узбекских специалистов, служат государственные займы путем продажи гособлигаций на открытом рынке<sup>80</sup>.

---

<sup>78</sup> Рынок, деньги и кредит, 2000, № 1, с. 12, 6.

<sup>79</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 6, с. 31.

<sup>80</sup> Рынок, деньги и кредит, Ташкент, 2000, № 3, с. 9.

Рынок ценных бумаг в Узбекистане, несмотря на то, что он является наиболее развитым среди центральноазиатских республик СНГ, по сути, только формируется. Правда, становление фондового рынка идет достаточно интенсивно. По оценке аналитиков «Фонд бозори ахборот-тахлил маркази», по состоянию на март 2000 г. капитализация узбекского фондового рынка составляла 710 млрд.сумов (примерно 5,4 млрд.долл.). За последние 5 лет было эмитировано 5974 выпуска акций, в т.ч. по приватизированным предприятиям 690 млрд.сумов. В ближайшей перспективе ожидается увеличение показателя капитализации в связи с тем, что в марте 2000 г. крупнейшая национальная холдинговая компания «Узбекнефтегаз» подала заявку на регистрацию первого проспекта эмиссии на сумму 120 млрд.сумов<sup>81</sup>. Объем сделок на фондовой бирже пока невелик. Он составляет 0,5-1% ВВП<sup>82</sup>.

Нормативно-правовая база фондового рынка позволяет регулировать процесс выпуска и обращения ценных бумаг, обеспечивает защиту интересов участников рынка ценных бумаг, его прозрачность, позволяет привлекать компаниям дополнительные ресурсы. К началу 2001 г. база включала 9 законов, 11 указов Президента Республики Узбекистан, 31 распоряжение Кабинета Министров РУ. Среди этих законов можно выделить Закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже», Закон «О механизме функционирования рынка ценных бумаг», Закон «О деятельности депозитариев на рынке ценных бумаг».

В Узбекистане разрабатываются собственные подходы к организации фондового рынка, созданию его инфраструктуры, соответствующей направлениям и темпам проводимых в стране рыночных преобразований. Политика государства в этой области направлена в первую очередь на то, чтобы создать рынок ценных бумаг, отвечающий национальным интересам Узбекистана, интегрированный в мировой фондовый рынок, обеспечивающий инвестиции в экономику страны.

---

<sup>81</sup> Бизнес-вестник Востока, Ташкент, 2000, 30 марта - 5 апреля, № 13.

<sup>82</sup> Рынок, деньги и кредит, 2000, № 3, с.4.

По состоянию на середину 1999 г. Национальным депозитарием было зарегистрировано 8645 различных видов ценных бумаг, в т.ч. 2790 документарных и 5855 бездокументарных<sup>83</sup>.

По размерам оборота наиболее крупным сегментом фондового рынка является рынок государственных краткосрочных облигаций (ГКО). ГКО впервые были выпущены в 1996 г. С момента создания рынка ГКО общий объем выпущенных и обращающихся облигаций составляет свыше 25% от общего количества обращающихся денежных средств в Узбекистане<sup>84</sup>.

Эмиссия облигаций осуществляется периодически в виде отдельных выпусков. Каждый выпуск производится, как правило, один раз в месяц, номинальная стоимость облигаций составляет 1000 сумов. До 1999 г. ГКО выпускались на срок в 3 и 6 месяцев. В 1999 г. произошло постепенное изменение структуры рынка в пользу облигаций с большим сроком обращения. Началось размещение ГКО со сроком 9 и 12 месяцев. В 1999 г. в обращении находились ГКО со сроком погашения 6,9 и 12 месяцев. В течение года наблюдалась тенденция к росту доходности ГКО. Так, по шестимесячным ГКО доходность только за первое полугодие выросла с 15% до 20%, по девятимесячным - с 10% до 19%, по годовым - с 13% до 33%. Средняя доходность к погашению составляла в течение 1999 г. от 18% по коротким до 20% по длинным бумагам.<sup>85</sup>

На рынке корпоративных ценных бумаг в настоящее время обращаются в основном акции акционерных обществ и коммерческих банков. Общий объем их выпуска в конце 1999 г. составил 585,3 млн. на сумму 403,3 млрд. сумов (2,9 млрд. долл. США) при общем количестве эмитентов более 4600.<sup>86</sup> На конец 1998 г. в Узбекистане было зарегистрировано 4465 акционерных обществ с объемом эмиссии 213,1 млрд. сумов<sup>87</sup>.

---

<sup>83</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 6, с.31.

<sup>84</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47.

<sup>85</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47; Индикатор, 2000, февраль, № 2, с.21.

<sup>86</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47.

<sup>87</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 5, с.34.

Меньшее распространение имеют облигации, выпускаемые предприятиями всех форм собственности и коммерческими банками. Так, в начале 2000 г. был зарегистрирован первый выпуск корпоративных облигаций СП «Найтов» на 47 млн.сумов<sup>88</sup>. Облигации дают право их владельцам лишь на получение дохода, но не на участие в управлении. Решение о выпуске облигаций предприятиями и АО принимается соответственно их администрацией и исполнительным органом (правлением) и оформляется протоколом. Выпуск облигаций предприятий для покрытия убытков, связанных с их хозяйственной деятельностью, не допускается. Коммерческие банки, являющиеся акционерными обществами, могут выпускать облигации на сумму не более 20% их уставного фонда и только после полной оплаты всех выпущенных акций.

К обращению на фондовом рынке допускаются только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию и получили в установленном порядке регистрационный номер. Выпуск ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, является незаконным и влечет за собой изъятие их у владельца, конфискацию у эмитента выручки от продажи, возвращение ее покупателю и ряд других санкций. Регистрация акций осуществляется специальным уполномоченным органом - Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Узбекистана.

Владельцами облигаций могут быть юридические лица - резиденты Республики Узбекистан. Однако в будущем предполагается осуществить допуск иностранных инвесторов на рынок государственных ценных бумаг.

Генеральным агентом по обслуживанию выпусков ГКО является Центральный банк Узбекистана (ЦБУ). По согласованию с Министерством финансов ЦБУ регламентирует вопросы размещения, обращения и погашения ГКО. Размещение ГКО производится Центральным банком через уполномоченные банки-дилеры. Все операции по размещению и обращению, включая

---

<sup>88</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 6, с.31.



расчеты и учет владельцев облигаций, осуществляются через уполномоченные учреждения ЦБУ или дилеров.

Ликвидность ГКО обеспечивается всеми активами, находящимися в распоряжении правительства республики.

Торговой площадкой, обслуживающей рынок ГКО, является Республиканская валютная биржа. Предполагается создание на республиканской фондовой бирже «Тошкент» специальной торговой площадки для обслуживания вторичного рынка ГКО.

Основной объем сделок купли-продажи на РФБ «Тошкент» приходится на акции приватизируемых предприятий (первичная эмиссия): 85% в 1998 г., 80% в 1999 г.<sup>89</sup> Но объем вторичного рынка растет быстрыми темпами. За 1997-1998 гг. объем вторичного биржевого рынка увеличился в 15 раз<sup>90</sup>. Однако первичный рынок по-прежнему остается преобладающим. В 1997 г. доля вторичного рынка в совокупном объеме биржевых торгов составляла 0,83%, в 1998 г. - 8,34%, в 1999 г. - 14,1%.<sup>91</sup> В целях стимулирования развития вторичного рынка предпринимается ряд мер. В частности, уже с 20 октября 1998 г. комиссионные сборы на РФБ «Тошкент» по операциям на вторичном рынке были снижены с 1% до 0,5% с каждой стороны, участвующей в сделке<sup>92</sup>.

Рынок корпоративных ценных бумаг делится на биржевой и внебиржевой. Биржевой представлен Республиканской фондовой биржей «Тошкент» (РФБ) и ее 12 областными филиалами, внебиржевой - национальной электронной системой внебиржевой торговли ценными бумагами «Элсис-Савдо»; продажей акций через фондовые магазины; по прямым договорам реализацией акций ГАО «МТП» в обмен на поставки сельскохозяйственной техники.

---

<sup>89</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 23 сентября, № 39; Индикатор, 2000, февраль, № 2, с.21.

<sup>90</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47.

<sup>91</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47; Индикатор, 2000, февраль, № 2, с.21.

<sup>92</sup> Рынок, деньги и кредит, 1999, № 4, с.61.

Оба рынка обслуживает двухуровневая депозитарная система, включающая центральный депозитарий и свыше 25 депозитариев второго уровня, расчетно-клиринговую палату «Элсис-клиринг», более 30 информационно-аналитических, консалтинговых, рейтинговых, оценочных и аудиторских организаций, более 650 инвестиционных фондов и компаний, управляющих компаний, брокерских, реестродержательских организаций. Профессиональную деятельность на фондовом рынке Узбекистана осуществляют 1300 сертифицированных специалистов.<sup>93</sup>

Республиканская фондовая биржа «Тошкент» создана в 1994 г. как АО закрытого типа. В июне 1998 г. она изменила свою организационно-правовую структуру, будучи преобразованной в открытое АО. С 1995 г. РФБ «Тошкент» является членом Федерации Евроазиатских фондовых бирж. Первоначальным приоритетом функционирования биржи было обеспечение процесса приватизации, создания АО открытого типа, т.е. первичного фондового рынка. Этот процесс продолжался более трех лет. Акции приватизируемых предприятий, предназначенные для свободной продажи, в основном размещены. Биржа начинает выполнять свою прямую функцию организатора вторичных торгов ценными бумагами и их нормального оборота. РФБ «Тошкент» осуществляет куплю-продажу акций по категориям листинговых, внелистинговых и приватизированных предприятий.

Нерезиденты допускаются на фондовый рынок только с определенными ограничениями их деятельности. В то же время власти стремятся привлечь иностранный капитал к участию в приватизации. Так, в декабре 1998 г. на РФБ была открыта площадка по продаже акций приватизированных предприятий иностранным инвесторам, которая работает ежедневно после окончания основных торгов. Ее функционирование регламентируется «Порядком реализации иностранным инвесторам акций приватизированных предприятий через специальную торговую площадку Республиканской фондовой биржи «Тошкент» за свободно конвертируемую валюту». Фактически эта площадка начала работать с середины 1999 г.

---

<sup>93</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47.

Деятельность РФБ как фондовой биржи регулируется двумя базовыми законами: «О биржах и биржевой деятельности» и «О ценных бумагах и фондовой бирже», а организационно-правовая форма и взаимоотношения по вопросам собственности - законом «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», что в ряде случаев создает определенные противоречия.

Стратегия развития РФБ «Тошкент» выработывалась с учетом практики Московской межбанковской валютной биржи. В настоящее время РФБ «Тошкент» - технологически высокооснащенная структура, имеющая возможность вести торговлю на всей территории республики в режиме он-лайн и предоставлять информацию по биржевой компьютерной сети. В марте 1998 г. на РФБ была введена процедура листинга. В 1998-1999 гг. в листинговый список были включены 4 акционерных общества - текстильный комбинат «Бухоротекс» (категория «В») и три коммерческих банка - «Мевасабзавтобанк», (по категории «С»), «Пахтабанк» и четвертый по величине АКБ республики «Узпромстройбанк», обслуживающий предприятия базовых отраслей промышленности (оба по категории «А»). Согласно положению о листинге, принятому на РФБ, для акционерных коммерческих банков при включении в листинг по категории «А» требуется наличие оплаченного уставного капитала в размере не менее 1 млрд. сумов и безубыточная работа в течение всего срока деятельности. Включение в конце 1999 г. в листинг «Узпромстройбанка» призвано поднять авторитет фондового рынка в глазах зарубежных инвесторов.

На фондовом рынке одновременно могут выступать коммерческие банки, имеющие все права на операции с ценными бумагами, и небанковские инвестиционные институты. При этом банки имеют гораздо более надежную финансовую и материальную базу, они в меньшей степени подвержены финансовым рискам. Ассоциация банков Республики Узбекистан провела значительную работу по созданию инфраструктуры, обеспечивающей более эффективное функционирование банков на фондовом рынке. С целью снижения издержек банков при совершении операций с ценными бумагами, регистрации сделок, для хранения и учета ценных бумаг, а также ведения реестра акционеров по ини-

циативе Ассоциации банков был создан межбанковский депозитарий «Депозит-сервис». Клиентами депозитария являются лизинговая компания «Барака», Бизнес-фонд, проявили интерес к сотрудничеству Национальный банк ВЭД, «Асакабанк», «Заминбанк».

В настоящее время у большинства банков в силу ряда причин, прежде всего из-за отсутствия выплат эмитентов по дивидендам, недостаточности информационной базы, сформировалось довольно сдержанное отношение к рынку акций. Основную часть своих активов они предпочитают держать хотя и в низкодоходных, но в высоколиквидных государственных облигациях. В то же время банковское сообщество Узбекистана не отказывается от мысли в перспективе не только вкладывать средства своих клиентов - юридических и физических лиц в покупку акций, но и решать более серьезные задачи в плане организации вторичных торгов и размещения акций местных эмитентов иностранным инвесторам.

В 1996 г. по инициативе Ассоциации банков РУ была создана межбанковская трастовая компания «Инвест-траст» с уставным капиталом 50 млн. сумов, основной задачей которой была работа на рынке ценных бумаг в качестве инвестиционной компании. В 1998 г. она была преобразована в АО-МК «Инвест-Траст» с уставным фондом в 200 млн. сумов с одновременным изменением своего статуса на статус управляющей компании. Сегодня она является одним из крупных институтов фондового рынка. Компания привлекает банковский капитал на рынок ценных бумаг и инвестирует его в высокодоходные и высоколиквидные ценные бумаги, а также формирует и управляет портфелями ценных бумаг крупных инвесторов. МК «Инвест-Траст» сформировала собственную инфраструктуру в регионах республики. Деятельность ее дочерних структур в регионах охватывает все аспекты деятельности рынка ценных бумаг: инвестиционный, трастовый, депозитарный, реестродержательский, посреднический, аудиторский и др. Компанией создана компьютерная база данных, касающихся показателей промышленного производства республики, и ведется работа по ее совершенствованию.

Инвестиционные институты - это юридические лица, имеющие любую организационно-правовую форму, допускаемую действующим законодательством о предприятиях и предпринимательской деятельности. Инвестиционные институты имеют многочисленные разновидности и могут выступать на фондовом рынке в качестве инвестиционного посредника (финансового дилера или брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда, управляющей компании, депозитария, расчетно-клиринговой палаты, реестродержателя владельцев ценных бумаг, номинального держателя ценных бумаг. По состоянию на 1999 г. большинство выданных лицензий давало право их владельцам выступать в роли инвестиционного посредника и реестродержателя.

Особого внимания заслуживает активность «непрофессиональных инвесторов» - населения, которым в 1999 г. было приобретено 11% всех проданных на РФБ акций. Это свидетельствует о качественных изменениях на фондовом рынке Узбекистана.

Активные позиции на рынке акций стремится занять узбекское государство, осуществляющее контроль за приватизационными процессами. Для совершенствования работы по распространению принадлежащих государству ценных бумаг приватизированных предприятий на внутреннем и международном рынке правительство Узбекистана в июле 1999 г. приняло постановление о создании инвестиционной фирмы «Давинком», являющейся уполномоченным агентом Госкомимущества. Уставный фонд фирмы - 5 млн. сумов - сформирован за счет средств от приватизации. Основная задача «Давинкома» - определение емкости рынка, проведение маркетинговых исследований. Это позволит выбрать наиболее эффективные каналы и формы распространения акций как на биржевых и внебиржевых торгах, так и через привлечение на договорной основе отечественных и иностранных компаний и банков. За сравнительно небольшой промежуток времени «Давинком» стала своего рода катализатором деятельности РФБ, где интерес участников торгов к предлагаемым компанией акциям постоянно растет. Благодаря активности «Давинком» число акционерных обществ, акции которых проданы на

РФБ, увеличилось до 1400 в начале 2000 г. - почти на 300 единиц по сравнению с 1999 г.

Основной объем торговли акциями приходится на внебиржевой рынок, оборот которого за 1994-1998 гг. превысил 19,8 млрд. сумов<sup>94</sup>. По оценке директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг Анвара Расулева, к концу 1999 г. объем торгов акциями на внебиржевом рынке был в 15 раз больше, чем на биржевом<sup>95</sup>. В текущем году это соотношение остается примерно на том же уровне. По данным «Фонд бозори ахборот-тахлил маркази», в феврале 2000 г. на РФБ «Тошкент» было реализовано ценных бумаг на 350,1 млн. сумов, тогда как объем реализации акций только на вторичном внебиржевом рынке составил 3,501 млрд. сумов<sup>96</sup>.

Основной объем внебиржевых торгов приходится на вторичный рынок, причем он растет быстрыми темпами. Так, за первую половину 1999 г. объем внебиржевых торгов на вторичном рынке составил 25,8 млрд. сум, что в 8,4 раза превышает уровень 1997 г.

Наиболее динамично развивающимся сегментом внебиржевого рынка является Национальная электронная система внебиржевой торговли ценными бумагами «Элсис-Савдо» (ЭСВТ).

Механизм обращения ценных бумаг, созданный на ЭСВТ, оказался достаточно эффективным для привлечения средств населения. С лета 1998 г. до конца ноября 1999 г. через ЭСВТ были реализованы акции на первичном и вторичном рынках более чем на 260 млн. сумов, причем 95% сделок заключили физические лица<sup>97</sup>. Иностранным инвесторам тоже открыт доступ на внебиржевые торги. Но особенно активно их используют банковские структуры и ПИФы (Алокабанк, Мевасабзавтобанк, Пахтабанк; «Файкон», «Олтин пахта инвест», «Сарват инвест», «Мулк» и др.). К настоящему времени достаточно четко обозначилась наметившаяся с середины 1999 г. тенденция к преобладанию в обо-

---

<sup>94</sup> Рынок, деньги, кредит, 1999, № 5, с.34.

<sup>95</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 18 ноября, № 47.

<sup>96</sup> Бизнес-вестник Востока, 2000, 30 марта - 5 апреля, № 13.

<sup>97</sup> Бизнес-вестник Востока, 1999, 25 ноября, № 48.

роте ЭСВТ «Элсис-Савдо» вторичного рынка, доля которого в обороте внебиржевых торгов на ЭСВТ в феврале 2000 г. составила 80%.<sup>98</sup>

Все большее значение в структуре фондового рынка приобретают депозитарии. Национальный депозитарий «Вакт» ведет счета 4466 акционерных обществ, обслуживает биржевые и внебиржевые торги. Он имеет 12 филиалов в регионах и поддерживает корреспондентские отношения с независимыми депозитариями. В структуре распределительной сети Национального депозитария в 1999 г. имелось 86 рабочих мест в Ташкенте и 53 - в областных центрах с различными правами и уровнями доступа к информации. В системе Национального депозитария осуществляется контроль за функционированием сети, распределением ресурсов, прав и уровней доступа пользователей к информации, обеспечиваются управление режимом секретности и защита от несанкционированного доступа в сеть. В 1998 г. введена в эксплуатацию новая телекоммуникационная система передачи данных через спутниковые каналы связи. Она полностью обеспечивает технологические потребности Национального депозитария, обладает способностью к расширению и позволяет подключать новых абонентов.

В 1999 г. Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг совместно с Госкомимуществом и Национальным депозитарием «Вакт» был подготовлен проект постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан «Об организационных мерах по созданию Центрального депозитария ценных бумаг Республики Узбекистан» и начата работа по его реализации.

Для современного рынка ценных бумаг в Узбекистане пока характерно преобладание первичных эмиссий и первичного размещения акций среди инвесторов. Развитие вторичного рынка сталкивается с трудностями, в первую очередь из-за низкой ликвидности ценных бумаг. Для ее повышения необходимо совершенствовать организацию рынка, способствовать снижению из-

---

<sup>98</sup> Бизнес-вестник Востока, 2000, 30 марта - 5 апреля, № 13.

держек и риска в системе обращения и обслуживания ценных бумаг, повышать информационную прозрачность рынка.

С целью совершенствования инфраструктуры рынка ведется работа по налаживанию автоматизированной системы взаимодействия основных структур фондового рынка: биржи, депозитария и расчетно-клиринговых организаций. Пока на бирже торговля акциями осуществляется на основе простого аукциона, тогда как основной принцип торговли на вторичном рынке - так называемый двойной аукцион, когда сделка заключается при совпадении условий в конкурирующих между собой встречных заявках продавцов и покупателей. Такая система предполагает осуществление многократных сделок между брокерскими конторами по купле-продаже акций в течение одной торговой сессии с обеспечением гарантированных расчетов. Для этого необходимо создание новой технологии системы торгов и электронной программы, позволяющей вести их методом двойного аукциона с одновременным переводом денежных средств и ценных бумаг от одного клиента к другому. В 1999 г. в рамках соглашения о кредите между Республикой Узбекистан и МБРР (проект по институциональному развитию предприятий) по рекомендации консультантов МБРР было закуплено технологическое оборудование и программное обеспечение для дальнейшего развития инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Ведется работа по приближению стандартов работы РФБ «Тошкент» к международным. Были разработаны и с февраля 1998 г. утверждены новые стандарты биржевой деятельности, в частности, как уже говорилось, введена процедура листинга.

Совершенствование инфраструктуры рынка требует установления общих стандартов и правил раскрытия информации о сделках, публикации финансовой отчетности эмитентов и инвестиционных институтов. В настоящее время в республике публикуется недостаточно аналитических материалов сравнительного характера, позволяющих инвесторам выбрать оптимальный вариант вложения средств, практически не публикуются рейтинги инвестиционных качеств акций различных эмитентов. Не налажена единая система информационного обеспечения участников



фондового рынка, информация недостаточно полна и не носит целостного характера.

Для обеспечения информационной прозрачности фондового рынка Центром по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг создана электронная аналитическая система информационного обеспечения участников рынка ценных бумаг - «Фонд бозори ахборот-тахлил маркази». Эта система должна предоставлять участникам фондового рынка полную информацию об эмитентах, публиковать эмиссионные проспекты; давать рекламу и необходимые сведения по каналам СМИ; вести комплексное определение рейтинга компаний и предприятий.

Функции информирования, консалтинга, аудита осуществляет и неправительственное «Агентство по оказанию консультационно-аудиторских и информационных услуг участникам рынка ценных бумаг Республики Узбекистан» (закрытое акционерное общество «Консаудит-информ»), созданное еще в 1996 г., но активизировавшее свою деятельность лишь в последние годы.

Формирование полноценного фондового рынка с самого начала рассматривалось в Узбекистане в контексте интеграции в международный рынок капитала. В последние годы на фоне усиливающихся процессов глобализации такой подход обозначился еще более четко.

В соответствии с постановлением Кабинета Министров № 170 от 22 апреля 1998 г. «О подготовительных мероприятиях по реализации займа Международного банка реконструкции и развития на институциональное развитие предприятий» для углубления процессов приватизации, развития институтов постприватизационной поддержки и укрепления сотрудничества с МБРР были созданы Бюро по постприватизационной поддержке предприятий (БППП) и Бюро по индивидуальной приватизации предприятий (БИПП). Одной из задач БППП является содействие приватизируемым предприятиям в выходе на зарубежные фондовые рынки, поддержка ликвидности эмитированных ими ценных бумаг и оказание помощи в получении инвестиционных средств.

Распоряжением Кабинета Министров РУ от 6 мая 1998 г. № 195-Ф был утвержден «Поэтапный план действий по интеграции фондового рынка Узбекистана в международный рынок капита-

ла», состоящий из трех этапов и включающий перечень мероприятий, необходимых для выхода акций узбекских эмитентов на эти рынки.

На первом этапе предполагается подготовить законодательную и организационную базу для размещения эмиссии ценных бумаг на зарубежных фондовых рынках. Второй этап включает мероприятия, направленные на подготовку эмитентов к выпуску ценных бумаг. Для успешного размещения акций узбекских эмитентов на международных рынках необходимо получение Республикой Узбекистан суверенного кредитного рейтинга, работу по получению которого предусматривалось вести при участии компании «Дж.П.Морган» и «Чейз Манхэттен банк». Третий этап предусматривает участие узбекских эмитентов в механизме американских депозитарных расписок.

В 1998 г. Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг утвердил «План действий по размещению ценных бумаг узбекских эмитентов на зарубежных фондовых рынках посредством выпуска американских депозитарных расписок». Однако реализация этого плана идет медленно и сталкивается с серьезными трудностями. Первоначально предполагалось выпустить АДР на акции узбекских фирм в Турции, но пока по этому пути продвинулся лишь один «Пахтабанк». С 1999 г. специалисты узбекского фондового рынка прорабатывают возможные варианты выхода эмитентов узбекских акций на фондовый рынок США. Американские деловые круги проявляют интерес к акциям нефтегазовых, телекоммуникационных, химических и горнодобывающих отраслей. В частности, инвестиционная компания «Прайс Устерхаус Куперс Секьюритис» выразила намерение участвовать в программе АДР для узбекских эмитентов и привлекать американские инвестиции в ценные бумаги предприятий АХК «Узбекнефтегаз»

### 2.3. Фондовый рынок в странах Центральной и Восточной Европы

#### Польша

На рубеже столетий по уровню развития рынка ценных бумаг Польша опередила другие страны ЦВЕ и государства СНГ. Качественное превосходство этого рынка связано с особенностями и эффективностью применения его правовой базы, регулирования, степенью капитализации. Во многом это заслуга польского правительства, сумевшего выработать и осуществить стратегию формирования фондового рынка и постоянно достаточно гибко регулировать его работу.

Фондовый рынок Польши можно считать достаточно адекватным степени «продвинутости» страны по пути системных реформ. Здесь уже отработаны процедуры обеспечения необходимой прозрачности, информационной открытости и регулирования рынка, ведутся современные реестры участников рынка ценных бумаг, обеспечен максимально возможный на данном этапе уровень защиты мелких акционеров. Кроме того, о степени развития польского фондового рынка свидетельствует появление внебанковских финансовых институтов (инвестиционные и пенсионные фонды, частные страховые компании), работающих по правилам, принятым для подобных институтов в странах с развитой рыночной экономикой. По оценкам ряда экспертов, по степени отработки законодательства, нормам прозрачности информационного обеспечения и другим «параметрам» польский фондовый рынок начинает приближаться к развитым странам. Польский рынок становится конкурентоспособным по отношению к внешним рынкам<sup>99</sup>.

Одно из основных изменений на рынке ценных бумаг состоит в его либерализации и упрощении доступа на него нерезидентов и резидентов. Это касается допуска к публичному обращению новых выпусков ценных бумаг эмитентов, бумаги которых уже прошли процедуру допуска к такому обращению; предоставления возможности резидентам приобретать иностранные

---

<sup>99</sup> PBN - Economic Review, 2000, Apr. 11, p.5.

ценные бумаги; увеличения лимитов выпуска иностранных ценных бумаг в Польше; предоставления возможности выпуска ценных бумаг польскими эмитентами для обращения за рубежом; расширения возможностей проведения операций брокерскими фирмами.

Важнейшим элементом правовой базы фондового рынка является закон о публичном обращении ценных бумаг и трастовых фондах (от 22 марта 1991 г.), который на протяжении последнего десятилетия неоднократно обновлялся и в настоящее время называется Законом о публичном обращении ценных бумаг. Данный закон разрабатывался в основном Министерством приватизации в тесном сотрудничестве с экспертами из Министерства финансов. На этом этапе трансформации фондовый рынок в Польше только создавался и основные его институты возникли позднее. Его последняя редакция готовилась в основном Комиссией по ценным бумагам и биржам (КЦББ) при сотрудничестве с основными участниками фондового рынка и Минфина. Таким образом, Минфин и, в частности, департамент по государственному долгу сыграли особенно большую роль в разработке правовых основ рынка ценных бумаг.

Помимо этих законов следует назвать такие основополагающие правовые акты, как Торговый кодекс, Закон об инвестиционных фондах, Закон об облигациях, Устав биржи ценных бумаг, Положения, регулирующие права и обязанности общего собрания акционеров биржи, акты, регулирующие деятельность Гарантийного фонда, Регламент биржи ценных бумаг, принятый Советом биржи 27 декабря 1999 г. и утвержденный КЦББ 5 марта 1999 г., акты, регулирующие деятельность биржевого суда и др. документы. Созданная в Польше правовая основа функционирования фондового рынка в основных чертах соответствует стандартам и нормам, применяемым в странах ЕС.

Начало формированию фондового рынка в Польше положило возникновение рынка преимущественно краткосрочных государственных ценных бумаг. Соответственно, в его формировании принимали участие в основном государственные организации под эгидой Министерства финансов и Министерства приватизации.

На первом этапе одной из важнейших функций Минфина было управление внутренним долгом. Для исполнения этой функции Минфин нуждался в развитии рынка государственных ценных бумаг. Министерство приватизации было непосредственно заинтересовано в развитии рынка корпоративных ценных бумаг, поскольку уже с 1992 г. начались активные процессы как создания государственных АО, так и акционирования путем продажи акций индивидуальным инвесторам. Поэтому оба министерства совместно с другими участниками рынка начали создавать основные правила, нормы и организационную структуру его функционирования, соответствующие международным стандартам.

Второй этап развития фондового рынка связан с нарастанием конкуренции между государственными ценными бумагами, с одной стороны, и повышением роли ценных бумаг, выпускаемых Национальным Банком Польши (НБП), корпоративными долговыми инструментами, муниципальными ценными бумагами и размещением акций АО, с другой стороны. При этом необходимо учитывать, что приток национального капитала на финансовый рынок страны оставался небольшим, а сектор институциональных инвесторов (инвестиционные фонды, страховые компании и др.) находился в зачаточном состоянии.

Это до сих пор предъявляет особые требования к управлению государственным долгом. Конкуренция, которую испытывают на себе государственные ценные бумаги, связана не столько с повышением роли долговых инструментов хозяйственных субъектов других секторов экономики, сколько с высокой динамикой развития рынка акций и банковских депозитов, широко доступных населению и юридическим лицам.

До сих пор на рынке ценных бумаг страны доминирующее положение занимают государственные обязательства. Они покрывают около половины внутреннего долга. Эмиссия долговых обязательств предприятий (хотя их стоимость быстро растет) все еще составляет незначительную часть рынка. Кроме того, большинство ценных бумаг, эмитируемых предприятиями, имеет краткосрочный характер. В последние годы на рынке долговых

обязательств все большее значение приобретает эмиссия муниципальных ценных бумаг.

На рынке государственных ценных бумаг обращаются казначейские облигации, эмитируемые Минфином, и казначейские бонды НПБ. Большая часть оборота на этом рынке приходится на казначейские бонды.

Государственные ценные бумаги на польском рынке очень конкурентоспособны. При практически нулевом риске их доходность сравнима с банковскими депозитами. Кроме того, инвесторы имеют возможность продать эти бумаги в любой момент, сохранив доходность. По свидетельству председателя КЦББ Я.Сохи «польский рынок государственных ценных бумаг еще далеко не использовал потенциал своего развития, его объемы все еще достаточно скромны. Государство как эмитент заинтересовано в расширении своего присутствия на этом рынке»<sup>100</sup>.

Особенности рынка акций определяются существенной ролью государства в осуществлении приватизации и стремлением к максимальной открытости и контролю в этой сфере. Однако, в отличие от других стран ЦВЕ, в Польше начали не с массовой приватизации, а с акционирования предприятий либо путем проведения процедуры банкротства, либо путем прямой продажи. Правила регулирования выпуска акций и их обращения на вторичном рынке были разработаны с учетом нормативов развитых стран.

В соответствии с принятой моделью приватизации в Польше в этот процесс первоначально вовлекались средние и крупные предприятия, которые акционировались на основе применения той или иной модели. В результате первоначальное публичное предложение акций на только формирующемся фондовом рынке было довольно значительным. Однако начиная с 1994 г. темпы приватизации замедлились и, соответственно, приток корпоративных ценных бумаг на фондовый рынок сократился. Положение меняется с конца 1997 - начала 1998 г. в связи с созданием национальных инвестиционных фондов, являющихся базовым элементом польской модели массовой приватизации.

---

<sup>100</sup> Рынок ценных бумаг, 2000, № 2, с.25.

В Польше с самого начала был взят курс на внедрение стандартов достоверности и открытости информации, принятых на Западе. Однако, во-первых, польские предприятия - субъекты фондового рынка оказались не готовыми полностью раскрыть информацию о своей деятельности, что, несомненно, сдерживает наращивание объемов обращения ценных бумаг. И, во-вторых, на динамику развития фондового рынка оказала свое негативное воздействие и высокая степень жесткости стандартов раскрытия информации. Тем не менее рынок акций развивался достаточно высокими темпами. В 1991-1999 гг. его капитализация увеличилась примерно в 300 раз и к середине 2000 г. оценивалась в 30 млрд.долл.,<sup>101</sup> что вдвое превышает уровень капитализации рынка акций в Венгрии. Если в 1991 г. на Варшавской фондовой бирже котировались акции лишь 5 предприятий, то в конце 90-х годов таких предприятий было уже более 100.

Около 30% оборота фондового рынка приходится на физических лиц. В начале 2000 г. польские граждане имели 1200 тыс. инвестиционных счетов. Важное значение власти придают повышению уровня образования населения по вопросам этого рынка. В этой области КЦББ проводит большую работу. При ней действует специализированный Информационный центр и общедоступная библиотека, открыт сайт в Интернете с ответами на все поступающие вопросы граждан. Любой гражданин страны может получить доступ к текущим и архивным проспектам эмиссий, отчетности компаний, литературе по рынку ценных бумаг.

Важным элементом фондового рынка являются институты коллективного инвестирования, которые в Польше развиваются благодаря активному участию в приватизации. Этот рынок включает в себя: трастовые (доверительные) фонды, национальные инвестиционные фонды, пенсионные фонды, различного типа страховые фонды. Исторически первыми на этом рынке появились трастовые фонды как организации коллективного размещения денежных средств в ценные бумаги. Деятельность этих фондов регулировалась законом от 22 марта 1991 г. о публичном обращении ценных бумаг и трастовых фондах. Их деятельность ре-

---

<sup>101</sup> Индикатор, 2000, № 7-8, с.45.

гулируется и контролируется КЦББ. В системе этих фондов функции прямой защиты прав инвесторов возложены на уполномоченный банк.

К началу 1998 г. в Польше возникло 14 товариществ трастовых фондов, управляющих 38 трастовыми фондами. Однако даже в период наиболее высокой биржевой конъюнктуры, то есть в 1993-1994 гг., стоимость активов трастовых фондов была небольшой и составляла лишь 1,8 млрд. новых злотых.<sup>102</sup> Тем не менее сам факт существования трастовых фондов сыграл весьма существенную роль в формировании у населения опыта сбережения средств с целью последующего их инвестирования. В Польше трастовые фонды получили исключительную возможность вложения средств в свидетельства долевого участия в рамках реализации программы массовой приватизации, и таким образом эти фонды стали участниками фондового рынка.

Следующим этапом развития рынка фондов коллективного инвестирования стало создание инвестиционных фондов на основе закона от 28 августа 1997 г. об инвестиционных фондах (НИ-Фах). НИФы являются одним из главных типов посредников в размещении капитала, поскольку их деятельность делает возможным перелив средств от физических лиц и хозяйственных субъектов, имеющих определенный излишек по сравнению с их потребительскими или инвестиционными потребностями, к хозяйственным субъектам, имеющим определенный дефицит капитала. НИФы в Польше являются одними из крупнейших институциональных инвесторов, от которых зависит развитие как фондового, так и финансового рынка в целом.

НИФы получили статус юридических лиц. Помимо открытых инвестиционных фондов, закон позволяет создавать новые типы фондов, в частности, закрытые и смешанные инвестиционные фонды; кроме того, был существенно расширен перечень разрешенных вложений открытых инвестиционных фондов. Более того, закон создал возможность и определил способы преобразования трастовых фондов в открытые инвестиционные формы, а также форму преобразования товариществ трастовых фон-

---

<sup>102</sup> Zeszyt PBR-CASE, 1999, N 42, s.7.



дов в товарищества инвестиционных фондов. К началу 1999 г. КЦББ выдала разрешения на преобразование этих трастовых фондов в инвестиционные. К этому времени было зарегистрировано 8 открытых инвестиционных фондов и один специализированный открытый инвестиционный фонд. К началу 1999 г., несмотря на значительный отток средств из трастовых фондов вследствие застоя в этой сфере деятельности, стоимость активов трастовых и инвестиционных фондов составила почти 2 млрд. новых злотых (или 0,5 млрд.долл.США). Сама по себе эта сумма составляет лишь небольшую часть активов польской банковской системы и равна неполным 2% сбережений населения на банковских счетах, тем не менее, это свидетельствует о растущем доверии со стороны инвесторов к такой форме, как совместное инвестирование. Кроме того, следует отметить, что это возрастающее доверие является следствием более богатого рыночного предложения со стороны товариществ, а также свидетельством правильности направления, избранного законодателем и контролирующими органами в сфере надлежащей защиты интересов инвесторов. К 2000 г. в Польше в результате преобразований трастовых фондов и создания новых число инвестиционных фондов достигло 49, и ими управляют 13 товариществ инвестиционных фондов<sup>103</sup>.

Законодательное регулирование деятельности НИФов полностью отвечает требованиям ЕС для соответствующих фондов.

Открытый инвестиционный фонд в соответствии с законом является модифицированной формой трастового фонда, а специализированный открытый инвестиционный фонд является формой аккумуляции акционерного капитала, распыленного в результате бесплатной раздачи акций в рамках процесса приватизации. Закон предусматривает, что взносы в специализированный открытый фонд могут осуществляться в форме допущенных к публичному обращению ценных бумаг, которые были получены их владельцами бесплатно или на основе преференционного распределения. Специализированный открытый инвестиционный фонд может также с успехом использоваться как форма сбереже-

---

<sup>103</sup> Zeszyt PBR-CASE, W-wa 1999, N 42, s.14.

ния средств в рамках пенсионных программ трудящихся. Закрытые инвестиционные фонды накапливают финансовые средства путем эмиссии инвестиционных сертификатов, которые являются ценными бумагами, допущенными к публичному обращению. Для того, чтобы выступить с предложением этих ценных бумаг (причем оно ограничивается лишь несколькими адресатами), необходимо разработать эмиссионный проспект и выполнить ряд других действий (особенно информационного характера), связанных с введением бумаг в публичное обращение.

Регулирующее деятельность закрытых инвестиционных фондов распоряжение Совета Министров вводит понятие квалифицированных инвесторов, с которым увязан порядок разработки эмиссионного проспекта и его сокращенного варианта, а также информационного меморандума и его сокращенного варианта. Это дает возможность подготовить упрощенную версию эмиссионного проспекта, имеющего небольшой издательский тираж, в том случае, если предложение относительно приобретения инвестиционных сертификатов адресовано юридическому или физическому лицу, которое приобретает их по цене эмиссии, соответствующей в злотых как минимум 100 тыс. евро, а также маклерскому дому, банку, пенсионному фонду и т.д. Таким образом, закрытые инвестиционные фонды могут направлять свои предложения означенным инвесторам без крупных финансовых затрат, как это свойственно типовым публичным предложениям. И поскольку закрытый инвестиционный фонд не обременен обязанностью выкупа инвестиционных сертификатов, то его ценные бумаги имеют характер долгосрочных обязательств.

Закрытый инвестиционный фонд до 10% стоимости своих активов может размещать ценные бумаги, эмитируемые одним субъектом, в долговые обязательства по отношению к этому субъекту и в долевое участие в этом субъекте. 10-процентный лимит не оговаривается никакими дополнительными условиями. Предполагается, что этот лимит достаточен для эффективной диверсификации портфеля на уровне риска, приемлемого при инвестициях типа венчурного капитала. Кроме того, закрытый инвестиционный фонд получает право голоса от всех своих акций, но при этом сами участники закрытого инвестиционного фонда не

имеют почти никакого влияния на его инвестиционную политику.

На польском рынке наибольший удельный вес имеют «сбалансированные» фонды (45,9% всех активов фондов), затем идут фонды, работающие с акциями, включая приватизационные акции (27,5% активов), на третьем и четвертом местах соответственно - фонды, работающие с облигациями (17,9%) и фонды, работающие с инструментами денежного рынка (8,7%).

Развитие рынка инвестиционных фондов сдерживается пока еще недостаточной осведомленностью общества относительно их функционирования, а у тех членов общества, которые уже столкнулись с деятельностью фондов - очень низкой степенью доверия к этим фондам. Проблема осведомленности может быть быстро решена в результате реформы системы социального страхования, в ходе которой несколько миллионов участников открытых пенсионных фондов познакомятся с принципами функционирования инвестиционных фондов, поскольку первые являются всего лишь специфической разновидностью вторых.

В польской модели, где применяется более аккуратный, чем в других странах ЦВЕ, подход к формированию и регулированию деятельности НИФов, более высока вероятность, что эти фонды в будущем не только сохранят, но и повысят свое значение как жизнеспособные посредники на рынке ценных бумаг.

Инвестиционная политика открытых пенсионных фондов серьезно ограничена положениями Закона о пенсиях. В настоящее время фондам разрешается инвестировать собственные средства в

- ценные бумаги отдельных эмитентов (не более 5% от общего объема);
- акции компаний, котирующихся на фондовой бирже (до 40% от всех активов);
- ценные бумаги, выпущенные банками, а также банковские депозиты (до 15%).
- акции национальных инвестиционных фондов (до 10%);
- акции, торгуемые на свободном рынке (до 10%);

- инвестиционные сертификаты, выпускаемые инвестиционными фондами (до 10%);
- акции компаний, допущенных к публичным торгам (до 10%);
- облигации и другие ценные бумаги, гарантированные НБП или Государственным казначейством (до 10%);
- компенсационные сертификаты (до 7,5% от всех активов).

На начало 2000 г. структура усредненного инвестиционного портфеля пенсионных фондов имела следующий вид:

- облигации, котирующиеся на фондовом рынке - 66%;
- акции - 22%;
- государственные казначейские обязательства - 10%;
- ценные бумаги банков и банковские депозиты - 2%.<sup>104</sup>

Главными распорядителями инвестиционных фондов являются маклерские бюро, которые представляют собой пассивные каналы продажи ценных бумаг. Отсюда поиски новых каналов и эффективных форм продажи: некоторые фонды уже представлены в подразделениях инвестиционных товариществ, отделениях банков и в Интернете. Вклады можно производить не только в маклерских бюро, но и непосредственно со своего текущего счета, по почте и через банкоматы.

Следует отметить, что в ближайшие годы в Польше начнут действовать, как минимум, два существенных фактора, повышающих влияние инвестиционных фондов на рынок капитала. Одним из них является частное пенсионное страхование, по мере развития которого будет расширяться поступление долгосрочных сбережений населения в инвестиционные фонды и, как следствие, будет происходить развитие рынка капитала. Второй фактор - приближающееся вступление Польши в ЕС и сопутствующая этому вступлению потенциальная экспансия иностранных инвестиционных фондов на польский рынок. Этот фактор обусловит также перемещение национальных финансовых ресурсов за границу, что может привести к ослаблению национального рынка капитала.

---

<sup>104</sup> Polish News Bulletin, 1999, 23 Feb., p.12.

Все виды инвестиционных фондов находятся в ведении КЦББ, которая осуществляет и надзор за их деятельностью. Модель этого надзора конструировалась на основе действующих на развитых рынках капитала органов, которые надзирают за деятельностью инвестиционных фондов, лицензируют их и различными способами проверяют их инвестиционную политику.

Все бóльшую роль в качестве участников польского фондового рынка играют иностранные инвесторы. В их портфеле преобладают государственные краткосрочные обязательства. До 1999 г. действовала норма, в соответствии с которой был установлен минимальный объем приобретаемого нерезидентами пакета краткосрочных государственных бумаг. Тем самым на польском фондовом рынке от операций отсекались мелкие инвесторы, что сыграло свою положительную роль во время финансовых кризисов, поскольку крупные инвесторы менее подвержены панике в том числе и потому, что их вложения диверсифицированы. В 1999 г. это ограничение было снято. Отчасти под влиянием этого правила в Польше сложилась довольно благоприятная структура иностранных портфельных инвестиций, поскольку соотношение краткосрочных и долгосрочных инвестиций составляет примерно 50:50.

Центральное место в инфраструктуре фондового рынка занимает Варшавская фондовая биржа (ВФБ), созданная в 1991 г. Она представляет собой акционерное общество, число держателей акций которого более 50 (крупные банки, маклерские дома и др. акционеры, а основным акционером является Государственное казначейство). В соответствии с законодательством на работу биржи, выработку стратегии ее развития, включая правила ее работы, технические особенности проведения торгов, системы расчетно-клиринговых сделок и другие операции большое влияние оказывает Министерство финансов. ВФБ определяется стандартами ЕС и действующими там требованиями. Биржа создавалась в тесном сотрудничестве с Товариществом французских бирж и построена по образцу Лионской биржи. На бирже изначально создавалась полностью компьютерная система сделок. С 1991 г. она стала членом-корреспондентом Международной федерации бирж ценных бумаг и Федерации европейских бирж ценных бу-

маг. С 1994 г. ВФБ стала полноправным членом Международной федерации бирж ценных бумаг.

В конце 1994 г. из структуры биржи выделился Национальный депозитарий ценных бумаг (НДЦБ), который стал независимым учреждением, ответственным за проведение расчетно-клиринговых операций на польском фондовом рынке. Это учреждение выполняет депозитарные и расчетно-клиринговые операции для всех котируемых ценных бумаг, включая казначейские. Национальный депозитарий ценных бумаг построен по модели французского национального депозитария. В своей деятельности депозитарий руководствуется основными документами Биржи ценных бумаг и распоряжениями Минфина. Депозитарий регистрирует также все внебиржевые сделки. Кроме того, в Польше функционирует Центральный реестр казначейских бонов (ЦРКБ), являющийся депозитарием НБП, в котором происходит регистрация всех видов казначейских бумаг.

Сделки на первичном и вторичном рынке регистрируются ЦРКБ в нематериальной форме. Иметь свои счета в реестре могут лишь национальные банки, зарегистрированные в Польше иностранные банки и некоторые крупные польские учреждения. Причем иностранные инвесторы могут осуществлять операции в ЦРКБ, используя счета национального участника<sup>105</sup>.

### **Венгрия**

К началу нового века фондовый рынок стал играть существенную роль в экономике страны в качестве источника финансирования реального сектора и механизма перераспределения инвестиций. Он является одним из самых ликвидных и открытых рынков ценных бумаг среди стран ЦВЕ.

В Венгрии раньше других стран ЦВЕ начался выпуск ценных бумаг. В 1983 г. это были так называемые «телефонные» облигации, выпускавшиеся венгерской почтой для ускорения телефонизации страны. Потом появились другие виды ценных бумаг, выпускавшиеся с целью аккумуляции свободных средств предприятий и частных лиц для развития народного хозяйства. Право выпуска облигаций имели местные советы и хозяйственные ор-

---

<sup>105</sup> Instytucje Finansowe w Polsce 1997-1998, W-wa, 1999, s.23.

ганизации через один из банков, что было своеобразной гарантией для покупателей. В 1987 г. появился новый вид ценных бумаг - облигации краткосрочного государственного займа, выпускавшиеся для кредитования дефицита госбюджета. Они размещались в обязательном порядке между банками, а в 1991 г. и среди страховых компаний. Помимо этого через Венгерский сберегательный банк и отделения связи граждане могли покупать казначейские векселя, процент по которым несколько превышал ставку по обычным денежным вкладам, а срок выкупа наступал через 4-5 лет. Такая система, по оценкам специалистов, в начале 90-х годов позволяла финансировать до 40% дефицита госбюджета.

В январе 1990 г. был принят первый закон об открытом выпуске и обращении ценных бумаг, а также о фондовой бирже. В законе 1990 г. дается определение государственных ценных бумаг (ГЦБ): ими являются ценные бумаги, выпускаемые государством, а также государственными финансовыми фондами, местными органами власти, Венгерским национальным банком (ВНБ) и Государственным институтом развития, если государство берет на себя обязательство по выполнению обязательств эмитента<sup>106</sup>.

В новом законе, действующем с 1997 г., под государственными ценными бумагами понимаются все ценные бумаги, которые выпускают венгерское или иностранное государство и ВНБ.

Специальная глава устанавливает условия выпуска ценных бумаг. Условием открытого выпуска ГЦБ является то, что Государственное казначейство или ВНБ публикуют извещение и открытое предложение о выпуске; если государство не само осуществляет введение бумаги в оборот, то оно должно назвать посредника. Извещение и открытое предложение сначала необходимо для информации представить в Государственное ведомство по надзору за рынком финансов и капитала (ГНФК). Для выпуска акций тоже требуется предварительная публикация извещения и предложения. Эмитирующая акции фирма должна поручить введение акций в оборот инвестиционному институту, за исключением тех случаев, когда банк или инвестиционный институт вы-

---

<sup>106</sup> Magyar közlöny, 1990, 13. sz., 229.old.

свои ценные бумаги. Кроме того, для выпуска акций нужно, чтобы выпускающее их предприятие функционировало не менее двух полных календарных лет, за исключением тех случаев, когда уставный капитал выпускающей акции фирмы не менее 500 млн. фор., она располагает портфелем акций не менее 60% уставного капитала и более 5-% этих акций выпустило предприятие, которое функционирует два полных календарных года<sup>107</sup>.

В законе есть положение «О дематериализованных ценных бумагах», когда вместо бумаги на самом деле функционирует электронный сигнал. В какой форме выпускаются ценные бумаги стороны договариваются заранее. На состоявшемся в конце 1999 г. общем собрании Будапештской фондовой биржи (БФБ) в числе предлагаемых изменений Закона о ценных бумагах предлагалось, чтобы с 2001 г. они появлялись только в дематериализованном виде. На этом же заседании предлагался и ряд других изменений, в т.ч. преобразование БФБ в акционерное общество, а также создание единого закона о бирже, регулирующего как деятельность фондовой, так и товарной бирж.

Следует отметить, что в законе есть отдельная глава о защите инвесторов. Предусмотрено, что если в информации о выпускаемой ценной бумаге содержатся неверные сведения или о чем-то умалчивается, то за нанесенный этим вкладчику ущерб наравне отвечают эмитент этих бумаг и инвестиционное предприятие. Вкладчик, т.е. собственник купленной ценной бумаги, может начать процесс против эмитента и продавца этой бумаги. Эти процессы относятся к компетенции суда.

В числе недостоверной информации упоминается и несоответствующая истине реклама, которая способствует неправильному формированию общественного мнения. Запрещается публикация данных, отклоняющихся от содержания извещения и информации, необходимой при выпуске ценных бумаг, не соответствующей истине. Можно сообщать только о фактически могущих быть полученными процентах по бумагам. Если они заранее неизвестны, запрещено объявлять их как гарантированный доход.

---

<sup>107</sup> Magyar közlöny, 1996, 109. sz., 6114.old.



В отдельной главе указано о создании Фонда по защите вкладчиков. Его основная задача - выплата вкладчику определенной компенсации в случае возникновения проблем.

Рынок государственных ценных бумаг начал развиваться с 1992 г., когда, в связи с резким увеличением бюджетного дефицита венгерское правительство начало широкомасштабный выпуск облигаций, за счет чего удалось практически полностью обеспечить финансирование дефицита бюджета, почти втрое превысившего запланированный уровень, избежав при этом увеличения эмиссии, инфляции, роста внешней задолженности. Реализация государственных облигаций с начала 1992 г. стала проводиться в рамках разработанной на основе практики западных стран программы «последовательных продаж». ВНБ по согласованию с Министерством финансов определял текущую потребность в привлечении заемных средств и через брокерские конторы БФБ продавал облигации как юридическим, так и физическим лицам. Эти ценные бумаги выпускались сроком на 3 года. Номинальный процент составлял 21,5%, реальный процент был значительно ниже. Основным интерес к облигациям, проявленный со стороны инвесторов, объяснялся не столько благоприятными условиями, сколько возможностью спекуляций на быстро сформировавшемся вторичном рынке, где их курс был значительно выше номинала. Среди населения эта форма внутреннего государственного займа не получила широкого распространения в основном ввиду трудностей для мелких инвесторов, связанных с анализом биржевой информации и необходимостью прибегать к помощи брокеров.

В начале 90-х годов были разработаны новые, более эффективные методы финансирования внутреннего долга страны. В результате Венгрия первой из восточноевропейских стран перешла к реализации ГЦБ через открытые аукционы. По новой системе подготовка облигаций к введению на биржу перестала быть исключительно прерогативой ВНБ. Министерство финансов стало поручать организацию и проведение первичного размещения ценных бумаг и брокерским консорциумам, среди которых сразу выделились действующие и сейчас группа Венгерского сберегательного банка и консорциум «Дайве» - «Будапешт» - «Креди-

танштальт». В подобных аукционах принимали участие многие венгерские фирмы, располагавшие лицензией на проведение финансовых операций, а с декабря 1992 г. приобретение определенных серий облигаций новых выпусков было разрешено и иностранцам. После проведения аукциона ценная бумага могла котироваться на бирже, где ее курсовые колебания целиком зависели от соотношения спроса и предложения. Все выпуски облигаций проводятся только на основе соответствующего закона о бюджете. Закон предусматривает общую сумму заимствований с помощью облигаций, а их выпуск проводится в несколько серий: так, в 1993 г. выпуски проводились 10 раз, в 1995г. - 15. Сроки действия 1,5-3 года, с 1995 г. было несколько выпусков сроком на 5 лет. Основной формой в 1993-1994 гг. были открытые аукционы, а с мая 1995 г. - значительная часть облигаций продавалась через брокерские консорциумы<sup>108</sup>. Все большая часть ГЦБ стала продаваться не на бирже. В 1994 г. внебиржевой оборот ГЦБ в пять раз превосходил их оборот на бирже, в 1995 г. - уже в десять раз. Этому способствовал ВНБ, поскольку в течение 1995 г. в основном он был продавцом ГЦБ и проводил эти продажи в основном помимо биржи. С 1997 г. новый закон об эмиссионном банке, гармонизируя его нормы с соответствующими нормами ЕС, вообще запретил ВНБ непосредственное (т.е. минуя рынок капитала) финансирование бюджета.

В связи с улучшением общего экономического положения изменилась и структура сроков бумаг: увеличились сроки размещения, чему способствовали увеличение доли выпуска 6 и 12-ти месячных казначейских билетов и регулярный выпуск государственных облигаций с 7-летним сроком со ставкой процента, «привязанной» к темпу инфляции.

В 1998 г. оборот ГЦБ на бирже составил 3435 млрд. фор., внебиржевой оборот - 2817,5 млрд. фор. (соответственно 55 и 45%). Из всего оборота ГЦБ на бирже 70% падает на куплю-продажу государственных облигаций, на внебиржевом рынке их доля тоже доминирует, составляя 74%. Динамичный рост оборо-

---

<sup>108</sup> MNB. Éves jelentés, 1995, 184-185, old.

та облигаций является следствием поведения иностранных инвесторов.

**Таблица 4**  
**Структура выпущенных ГЦБ (в %)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Сумма ГЦБ в % к ВВП	4,7	15,9	28,4	30,9	30,6	36,2	31,6	32,5
Гос. облигации	2,3	10,5	22,1	23,7	22,0	26,1	20,9	22,4
<i>в том числе:</i>								
рыночного типа	1,1	5,1	9,1	10,7	8,5	10,7	12,2	13,3
консолидационные	0,0	0,0	8,1	7,6	6,1	5,2	3,1	2,6
прочие особого выпуска	1,2	5,4	4,9	5,4	7,4	10,2	5,6	6,5
Казначейские векселя	2,4	5,4	6,3	7,2	8,6	10,1	10,7	10,1
<i>в том числе:</i>								
дисконтные казначейские векселя у населения	1,0	2,2	5,1	5,4	7,2	8,3	7,8	6,7
	1,4	3,2	1,2	1,8	1,4	1,8	2,9	3,4
Доля ГЦБ в денежных активах населения	...	...	2,38	6,83	8,55	9,9	11,65	11,94
Доля ГЦБ в обороте БФБ	2,97	81,44	85,29	63,96	62,51	54,52	56,10	49,61

*Источник:* MNB. Éves jelentés, 1998, 89. old.

Рынок акций стал быстро развиваться в ходе приватизации крупных предприятий в 1994-1997 гг. В 1995 г. его рыночная капитализация приблизилась к сумме обращающихся на рынке государственных облигаций, а с 1996 г. начала постоянно и значительно ее превышать, составив 852 млрд. фор. (сумма облигаций достигла 704 млрд. фор.). В 1997 г. капитализация акций возросла до 3058 млрд. фор., а государственных облигаций - до 952 млрд. фор.<sup>109</sup>

Доля акций в обороте фондовой биржи составляла в 1996-1997 гг. около 43%. Она доминирует в общем обороте акций, хотя после введения в оборот на биржевом рынке в 1995-1996 гг. акций энергетических компаний доля БФБ в их обороте несколько сократилась. В 1994-1997 гг. через биржу происходила прива-

<sup>109</sup> MNB. Éves jelentés, 1997, 60. old.

тизация крупнейших государственных предприятий: в 1994 г. - фармацевтических фирм с мировой известностью - «Рихтер» и «Эгис», в 1995 г. крупнейший коммерческий банк - Венгерский сберегательный банк, в конце года на рынке появились акции крупнейшей в регионе нефтегазовой компании «МОЛ». В 1996 г. стали котироваться акции химических фирм - Боршодхем и ТВК, в 1997 г. - крупнейшей телефонной компании - МАТАВ. В 1999 г. эти фирмы увеличили предложение своих акций на бирже.

По существу, история венгерской фондовой биржи была историей приватизации. При этом беспокойство руководства вызывает тот факт, что пока на бирже недостаточно акций небольших частных фирм, а к концу столетия приватизация государственных предприятий уже в основном завершена.

**Таблица 5**

**Некоторые показатели рынка акций**

	1995	1996	1997	1998
Оборот акций (обычные, в % к ВВП)	0,8	3,6	16,8	34,0
Оборот акций в среднем в день (млн. фор.)	175,3	988,9	5815,2	13952,8
Капитализация рынка акций на конец периода (в % к ВВП)	5,8	12,4	35,8	29,7

*Источник:* MNB. Éves jelentés, 1998.

Акции крупных венгерских компаний являются предметом купли-продажи на международном рынке. Они котируются в Нью-Йорке, Лондоне, на биржах ФРГ и Австрии.

Для размещения венгерских ценных бумаг на иностранном рынке требуется разрешение ГНФК, которое выдается после представления соответствующих документов. Для открытого выпуска за границей венгерских акций ГНФК дает разрешение, если эмитент уже ввел какие-либо акции на БФБ, удовлетворил особые требования ГНФК, если размещение акций происходит в такой стране, с надзорными ведомствами которой есть необходимые связи для обмена взаимной информацией.

В Венгрии существует одна фондовая биржа, возобновившая свою деятельность летом 1990 г. Как явствует из закона о бирже 1990 г., она является частью государственной институциональной финансовой системы. БФБ воссоздана на базе отделения оборота ценных бумаг Банка Будапешт. Ее учредителями были 42 банка, Финансовый институт, брокерские компании. С момента ее воссоздания до 1991 г. включительно на бирже основную роль играли акции. После массированного выпуска в 1992 г. ГЦБ доля акций в общем обороте биржи резко сократилась в пользу ГЦБ, удельный вес которых в 1993 г. составил около 90%, а акций - всего 10%. С 1994 г. доля акций начала снова расти, составив в этом году 27%, в 1995 г. - 34%, в 1996 г. - 42,7%, в 1997 г. - 42,6%.<sup>110</sup>

Помимо акций, государственных облигаций и казначейских векселей на бирже обращаются облигации предприятий, инвестиционные, компенсационные чеки, но значение их невелико.

С сентября 1994 г. ведение счетов по ценным бумагам банков перешло от ВНБ к Центральному расчетному дому и Депозитарию ценных бумаг - КЕЛЕР. С этого момента КЕЛЕР стал организатором внебиржевых рынков бумаг.

В целом оборот ценных бумаг распределялся в 1996 г. между БФБ и внебиржевым рынком в пропорции 51 и 49%, в 1998 г. она составляла 55 и 45%. Однако по отдельным ценным бумагам это соотношение неодинаково: так, через биржу меняло собственника в 1996 г. 98% акций, 47% государственных облигаций и 29% казначейских билетов<sup>111</sup>.

Особенностью состава участников фондового рынка является значительное возрастание роли институциональных инвесторов и прежде всего инвестиционных фондов (ИФ).

Закон об инвестиционных фондах действует с 1 января 1992 г. Цель закона - способствовать тому, чтобы сбережения населения и предприятий можно было бы эффективно вложить в экономику страны с пользой для инвесторов, обеспечив при этом необходимый уровень компетентности, информированности и

---

<sup>110</sup> MNB. Éves jelentés, 1997.

<sup>111</sup> MNB. Éves jelentés, 1996, 126. old.

разделения риска. В 1993 г. в Венгрии действовало всего 5 инвестиционных фондов и в 1997 г. уже около 90. Сначала среди этих фондов один был фондом открытого типа и 4 фонда закрытого типа. Фонд открытого типа был обязан выкупать через посредство инвестиционного банка, его обслуживающего, выпущенные им инвестиционные чеки в любой момент по объявленному конкурсу и реализовать их снова. Срок функционирования такого фонда был неограничен. Фонды закрытого типа создаются на определенный срок (3-5 лет), до истечения которого чеки не выкупаются, и лишь во время своей ликвидации фонды проводят расчет с владельцем инвестиционных чеков. Во второй половине 90-х годов преобладали фонды открытого типа. В их портфеле самыми популярными бумагами были акции, и примерно 40% портфеля приходилось на ГЦБ.

Часть средств фондов относится не к сфере сбережений населения, а к сбережениям предпринимательского сектора или к вложениям других участников рынка капитала. По оценке ВНБ, из стоимости нетто средств ИФ сбережения населения составили в начале 1997 г. 84 млрд. фор., в конце 1997 г. - 174 млрд. фор.; соответственно 72 и 71%. Тем самым доля инвестиционных фондов в денежных активах населения повысилась с 3 до 4,4%. В 1998-1999 гг. доля инвестиционных чеков в сделках со сбережениями из средств населения возросла до 10%.<sup>112</sup>

В 1999 г. в распоряжении ИФ было уже около 400 млрд. фор. (3,6% от ВВП), в то время как в среднем по Европе этот показатель тогда составлял около 20%. Правда, между отдельными западными странами тоже наблюдаются значительные различия: так, в Германии имущество в фондах составляет 10% ВВП, Италии - 12%, Англии - 20%, Франции - 36,5%, в Японии - 9,6%, а в США - 46,3%.<sup>113</sup>

В Венгрии открытие для нерезидентов рынка ГЦБ протекало медленно и противоречиво и характеризовалось частыми изменениями «правил игры». В начале 90-х годов этот рынок был закрыт для иностранных инвесторов. Только в 1992 г. было вы-

---

<sup>112</sup> MNB. Éves jelentés, 1999, 65. old; 1998, 91. old

<sup>113</sup> MNB. Éves jelentés, 1997.

пущено несколько облигаций, предназначенных исключительно для нерезидентов. В 1994 г. впервые была выпущена конвертируемая государственная облигация, которую могли покупать и иностранцы. Однако заинтересованность их была меньше, чем предполагалось, в связи с ожидаемыми изменениями валютного курса. За этим займом последовали другие займы такого рода, причем ВНБ то разрешал, то запрещал их размещение среди иностранных инвесторов.

Ситуация изменилась с разрешением свободной продажи казначейских векселей со сроком действия 12 месяцев, начиная с сентября 1995 г. Благодаря возможности приобретения этих свободно обращающихся ценных бумаг и на вторичном рынке, иностранным инвесторам стал доступен весь спектр процентных ставок в сегменте ГЦБ со сроком действия менее одного года.

Затем правовая ситуация для нерезидентов вновь усложнилась в связи с отменой свободной торговли всеми вновь выпускаемыми казначейскими векселями, начиная с 1996 г. Как бы в качестве компенсации для иностранных инвесторов с 1996 г. был открыт практически весь рынок государственных облигаций со сроком действия от одного года. По-прежнему оставались закрытыми для нерезидентов валютные фьючерсы и сделки с процентами на базе казначейских векселей и денежного рынка.

В результате еще в 1995 г. доля иностранных инвесторов на рынке ГЦБ, в отличие от Польши и Чехии, была незначительной. В 1996 г. на долю иностранных инвесторов приходилось около 2,6% объема выпущенных государственных облигаций, тогда как венгерские институциональные инвесторы владели 72% и частные индивидуальные инвесторы - 12% этих бумаг. Остальное оставалось в руках ВНБ. Примерно также распределялись казначейские векселя: на долю нерезидентов приходилось 2,5%, банков и других институциональных инвесторов - около 74%, частных инвесторов - 20%.<sup>114</sup> На конец 1998 г. сумма ГЦБ в собственности иностранцев составляла около 300 млрд. фор. (5%), к концу 1999 г. она возросла до 417 млрд. фор.

---

<sup>114</sup> БИКИ, 1997, 44.

Намного выше доля иностранных инвесторов на рынке корпоративных бумаг. На этом рынке они лидируют. Это связано с тем, что участие иностранного капитала в экономике Венгрии очень велико даже по европейским масштабам: более половины капитала фирм в промышленности, более четверти в энергетическом секторе, в том числе до 60% в области транспортировки нефти и газа, и более 60% в банковском секторе принадлежит иностранным компаниям<sup>115</sup>.

### **Чехия**

В отличие от Польши и Венгрии формирование фондового рынка в Чехии особенно в первой половине 90-х годов осложнялось проблемами и скандалами в области приватизации (они рассматриваются в разделе 1 следующей главы) и регулирования операций с ценными бумагами, существенно повлиявшими на доверие чешских и иностранных инвесторов к этому рынку. В связи с этим в конце 1998 г. комиссия ЕС обратила внимание на необходимость серьезных институциональных преобразований в финансовом секторе в целом и на фондовом рынке в частности, прежде всего с целью обеспечения его прозрачности и повышения эффективности регулирующей роли государства в его функционировании.

К 1993 г. - моменту официального начала фондовой торговли - в Чехии были созданы соответствующие правовые основы развития рынка ценных бумаг: приняты законы, регулирующие обращение ценных бумаг и функционирование фондовых бирж (Закон о ценных бумагах и фондовой бирже), деятельность эмитентов, инвесторов и посредников на рынке ценных бумаг (Закон об инвестиционных компаниях и фондах, Закон об акционерных обществах и т.д.).

Однако, как показало дальнейшее развитие чешского фондового рынка, принятая на начальном этапе реформ нормативно-законодательная база его функционирования оказалась излишне либеральной и содержала много пробелов (в частности, в правовом регулировании обращения производных ценных бумаг, торговли опционами, заключения сделок по купле-продаже финан-

---

<sup>115</sup> Magyarország, 1998, 43.57.old.



совых инструментов, прозрачности сделок и т.д.). Кроме того, в отличие от большинства стран ЦВЕ (в частности, Венгрии, Польши), где уже в начале 90-х годов были созданы, как правило, одновременно с принятием закона о ценных бумагах специальные государственные институты для регулирования фондового рынка, в Чехии вплоть до 1998 г. функции регулирования и контроля за деятельностью этого рынка осуществляло Министерство финансов.

Сложившуюся в 1996-1997 гг. на чешском рынке капитала кризисную ситуацию официальные и независимые эксперты уязвляют прежде всего с причинами правового характера: отсутствием полноценного государственного регулирования финансовых рынков; правовым вакуумом, создавшим условия для противозаконных - с точки зрения норм законодательства и деловой этики развитых стран мира - действий на этих рынках; постоянным запаздыванием - по отношению к требованиям экономики и соответствующему уровню развития рынков - принятия новых правовых норм<sup>116</sup>.

В апреле 1997 г. в Чехии была принята правительственная программа «Коррекция экономической политики и другие трансформационные мероприятия», предусматривающая, наряду с оперативными мерами по стабилизации и оздоровлению экономической ситуации в стране, дальнейшие шаги по развитию институциональной, структурной и финансовой реформ. Первоочередными задачами последней были признаны: создание специального государственного института для регулирования фондового рынка, аналогичного действующим в развитых странах; урегулирование взаимоотношений между банками, инвестиционными компаниями и фондами и предприятиями в целях предотвращения конфликта интересов; восстановление доверия к системе коллективного инвестирования; повышение прозрачности рынка, создание механизмов раскрытия информации о деятельности, финансовом положении и связях по капиталу и управлению всех его участников - эмитентов, крупных инвесторов и фондовых посредников; усиление защиты прав мелких акционеров.

---

<sup>116</sup> Finance a uver, 1998, N 48, s.599, 604.

Решение этих задач увязывалось с дальнейшим развитием и совершенствованием финансового законодательства. Соответствующий нормотворческий раунд был начат с осени 1997 г. и продолжен в 1998 г. В ходе обширной ревизии финансового законодательства, осуществленной в эти годы, существенной переработке подверглись действующие законы (законы о ценных бумагах, о центральном банке, о коммерческих банках, об инвестиционных компаниях и фондах), были разработаны и приняты новые законы, в частности, Закон о Комиссии по ценным бумагам (КЦБ) и нормативные акты; ликвидированы многие пробелы в правовом регулировании финансовой сферы.

В 90-е годы рынок государственных ценных бумаг еще не получил в Чехии большого развития. Как видно из таблицы 6, сумма их эмиссий до 1997 г. была значительно меньше объема эмиссий акций. Благодаря сравнительно благоприятной экономической конъюнктуре и сбалансированному бюджету в первой половине 90-х годов, их выпуск сдерживался: в 1994 г. было выпущено 3 новые эмиссии гособлигаций, в 1995 г. - 4, 1996 - 4, 1997 г. - 7; суммарное количество государственных ценных бумаг, находившихся в обращении к концу 90-х годов, составило 118. В их структуре преобладают обязательства со сроком действия более 1 года: на начало 1995 г. из 52% государственного внутреннего долга, профинансированного выпуском облигаций, на краткосрочные обязательства и обязательства со сроком погашения, превышающим 1 год, приходилось соответственно 24% и 28%. В конце прошлого столетия рынок государственных ценных бумаг стал расширяться в связи с ростом бюджетного дефицита, в финансировании которого правительство главную роль отводит заимствованиям на фондовом рынке.

Стоимость заимствований на рынке государственного долга в 90-е годы возрастала: средняя процентная ставка по государственным ценным бумагам повысилась с 6,4% в 1994 г. до 8,5% в 1995 г. и 10,8% в 1997 г. В последующие годы Минфин Чехии начал проводить курс на снижение доходности государственных бумаг.

Таблица 6

## Эмиссия ценных бумаг в Чехии

	Число эмиссий				Объем эмиссии, млрд.крон			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
<b>Новые эмиссии, всего</b>	983	420	409	176	435,5	258,1	256,0	107,2
<i>в том числе:</i>								
<b>Облигации, всего</b>	32	34	39	29	46,4	59,7	58,8	70,9
<i>из них:</i>								
• гособлигации	3	4	4	7	14,9	20,0	20,0	25,0
• банковские облигации	12	11	6	5	24,2	27,6	17,3	28,0
• промышленные облигации	12	15	23	14	6,7	11,1	18,0	17,0
<b>Акции, всего</b>	940	305	358	133	373,9	173,5	173,5	26,6
<i>из них:</i>								
• акции банков	12	89	41	19	13,6	62,3	38,7	11,8
• акции предприятий	336	90	95	45	197,7	46,1	65,7	2,4
<b>Паевые сертификаты</b>	11	81	12	14	15,2	24,9	23,7	9,7
<i>из них:</i>								
• открытых фондов	1	8	6	5	0,1	5,1	21,4	9,4
• закрытых фондов	10	73	6	9	15,1	19,8	2,3	0,3

Источник: Statisticka rocenka CR 1998, Praha, s.218.

Государственные облигации имеют достаточно активный вторичный рынок, при этом биржа играет второстепенную роль, основной оборот по этим бумагам приходится на внебиржевой рынок. На рынке доминируют национальные инвесторы, поскольку он «открывается» для нерезидентов довольно медленно.

Среди покупателей государственных бумаг основную роль играют коммерческие банки (доля ценных бумаг в структуре их балансов в 1995-1997 гг. составляла 15-18%) и инвестиционные фонды, которые, согласно законодательству, обязаны не менее 70% капитала инвестировать в ценные бумаги, в том числе государственные. Доля физических лиц среди владельцев государственных бумаг незначительна.

Помимо финансирования дефицита бюджета в 90-е годы эмиссия государственных ценных бумаг использовалась для реоформления «старых» долгов госпредприятий и рекапитализа-

ции части коммерческих банков. Финансирование банков из бюджета было осуществлено посредством безвозмездного предоставления им государственных облигаций на сумму 50 млрд. крон (по номинальной стоимости). Эти облигации могли быть использованы банками как для повышения доли собственного капитала в активах, так и урегулирования задолженности жизнеспособных предприятий-должников. В первом случае облигации постепенно погашаются государством в течение 25 лет, во втором - обмениваются на акции клиентов-должников. На переоформленные «старые» долги в структуре внутреннего государственного долга Чехии в середине 90-х годов приходилось около 50%. Кроме того, за счет заимствований на фондовом рынке финансировался ряд крупных проектов с участием государства. Но эта форма не получила большого распространения. В числе заимствований такого рода следует назвать облигации для строительства жилья и коммуникаций, выпущенные в 80-е годы (их удельный вес в структуре чешского внутреннего долга составил 3%) и так называемые реабилитационные облигации (5%-ные, со сроком погашения 5 лет), выпущенные Минфином в 1992 г. для предусмотренной соответствующим законом финансовой компенсации жертвам прежнего режима морального и материального ущерба (на их долю приходилось менее 2% от суммы внутреннего долга).

Масштабная и быстро проведенная в Чехии купонная приватизация ввела в обращение ценные бумаги более 2 тыс. эмитентов, инициировав, таким образом, развертывание одного из наиболее масштабных (со стороны предложения) в ЦВЕ рынков акций приватизированных предприятий. Купонная приватизация обусловила ряд специфических особенностей чешского рынка акций, среди которых следует отметить:

- доминирующие позиции на рынке сегмента негосударственных ценных бумаг;
- заниженность курсовой стоимости акций приватизированных предприятий, первичное размещение которых происходило с оплатой купонами, т.е. фактически бесплатно;
- значительную роль государства на рынке акций как крупнейшего держателя и продавца ценных бумаг предприятий;

- очень высокий удельный вес держателей ценных бумаг среди граждан страны.

Благодаря консолидации приватизируемой собственности через инвестиционные фонды и компании чешский рынок акций сформировался как рынок преимущественно крупных пакетов и инвесторов, что оказало решающее влияние на ориентацию сделок с корпоративными бумагами: операции на фондовом рынке в 90-е годы в основном обслуживали процессы перераспределения собственности на постприватизационном этапе (завершение консолидации контрольных пакетов), а также венчурные вложения в ценные бумаги. Основная функция рынка корпоративных ценных бумаг - аккумуляция средств инвесторов и обеспечение предприятиям доступа к капиталам для инвестирования в этот период еще только начинала проявляться.

Рынок акций демонстрировал наибольшую активность по объемам торговли и количеству торгуемых ценных бумаг непосредственно вслед за поступлением в оборот акций из первой (1993/1994 гг.) и второй (1995/1996 гг.) волны купонной приватизации. В дальнейшем спрос на рынке корпоративных бумаг резко упал, что сопровождалось снижением цен большинства эмиссий ниже их номинальной стоимости и «выпадением» из свободного обращения. К концу 90-х годов ликвидная часть чешского рынка корпоративных бумаг сузилась до двух десятков «голубых фишек», в число которых вошли несколько крупнейших банков и промышленных корпораций, относящихся к отраслям энергетики, нефтепереработки, телекоммуникаций, металлургии и транспорта. На главном рынке Пражской фондовой биржи (ПФБ) в 1998 г. на 20 наиболее ликвидных эмиссий корпоративных бумаг приходилось 96% биржевого оборота, в том числе на 4 из этих эмиссий - 90% биржевого оборота<sup>117</sup>.

Чешский рынок акций исключительно «прозрачен» для «горячих» денег и является прекрасной площадкой для манипулирования со стороны крупных западных операторов. Как показывает анализ динамики чешской фондовой торговли, всплески активности в рассматриваемом периоде на рынке корпоративных

---

<sup>117</sup> Burza, 1998, N 42.

ценных бумаг в значительной мере предопределялись притоком иностранного спекулятивного капитала (приуроченного к поступлению в обращение акций из очередной волны купонной приватизации), а его последующий отток ввергал рынок акций в глубокий спад. Так, «приход» в Чехию в 1993 г. иностранного капитала, приуроченный к поступлению в обращение акций из первой волны приватизации, стимулировал динамичный рост цен на рынке корпоративных бумаг: к марту 1994 г. цены акций чешских промышленных корпораций, по оценкам экспертов, оказались в 3-5 раз выше их реальной стоимости. Весной 1994 г. иностранные инвесторы, исчерпав возможности получения спекулятивных сверхприбылей, «ушли» с чешского рынка, вызвав глубокий затяжной провал на рынке корпоративных бумаг - практически непрерывное до конца года падение курсов, затронувшее акции всех эмитентов, независимо от их отраслевой принадлежности. К концу 1994 г. курсы акций упали до рекордного за всю историю существования чешского фондового рынка минимума.

В 1996 г. спекулятивный иностранный капитал вернулся на фондовый рынок Чехии: число иностранных инвесторов, участвующих в фондовых операциях, за год утроилось, а произошедший всплеск биржевых индексов, цен и объемов транзакций по ценным бумагам превысил уровни 1994 г.

Из-за спекулятивного характера чешский рынок акций подвержен резким ценовым колебаниям и, соответственно, высоким ценовым рискам: прирост курсов акций за год, как и их падение, может составлять десятки и даже сотни процентов. В 90-е годы фондовый рынок Чехии признавался одним из самых подвижных среди развивающихся рынков.

Весьма высока относительная независимость фондового рынка Чехии от реального состояния экономики: наблюдается отрыв динамики капитала в ценных бумагах от динамики производства; стремительный рост фондовых индексов и капитализации рынка происходит зачастую в условиях сокращения объемов производства и застойной депрессии. Наглядным примером этому служит существенный рост портфельных инвестиций в чешскую экономику в период ее спада 1998-1999 гг.

В Таблице 7 приведены данные о составе и количестве основных участников фондового рынка страны.

**Таблица 7**

**Субъекты рынка ценных бумаг Чехии  
(по состоянию на середину 1998 г.)**

	<b>Количество</b>
Центр ценных бумаг	1
Пражская фондовая биржа	1
«RM-system»	1
Инвестиционные компании	104
Инвестиционные фонды	103
• с управляющей компанией	60
• без управляющего	43
Паевые фонды	225
• открытые	150
• закрытые	75
Брокерско-дилерские организации	428
• учрежденные банками	36
• учрежденные небанковскими организациями	392
Специалисты по ценным бумагам	1525
Эмиссии ценных бумаг, всего	2372
<i>в том числе:</i>	
• акции	2134
• паевых сертификатов	120
• гос. долговых обязательств	118
Депозитарии	21
Пенсионные фонды	36

*Источник: Burza, 1998, N 42.*

Специфика чешского фондового рынка находит свое отражение в составе его основных инвесторов. В начале второй половины 90-х годов очень серьезные проблемы возникли в связи с деятельностью на фондовом рынке институциональных инвесторов. Как отмечалось в докладе о развитии чешского рынка капитала, подготовленном чешским Минфином совместно с МВФ в

конце 1997 г., сложившаяся в ходе массовой приватизации система институциональных инвесторов - банков, инвестиционных фондов и компаний - действует на новом этапе развития в общественно нежелательных направлениях, блокируя процессы реструктуризации предприятий и экономики в целом и тормозя оформление «конечного» эффективного собственника акционерных компаний<sup>118</sup>.

Отправным пунктом развития системы «коллективного» инвестирования в Чехии стали инвестиционные компании и фонды, создаваемые в ходе массовой приватизации в целях концентрации акционерного капитала, «распыляемого» посредством купонов среди населения.

Условия учреждения и функционирования институтов коллективного инвестирования определил Закон об инвестиционных компаниях и фондах, вступивший в действие с 1992 г. Согласно этому закону:

- инвестиционная компания могла создавать путем продажи паевых сертификатов населению открытые и закрытые паевые фонды. Наряду с созданием и управлением паевыми фондами, инвестиционная компания могла также выступать в качестве управляющего инвестиционных фондов;

- инвестиционный фонд занимался исключительно коллективным инвестированием, не имея права - в отличие от инвестиционной компании - сочетать эту функцию с функцией управляющего паевым или другим инвестиционным фондом. Фонд может быть «самоуправляемым» или находиться под управлением инвестиционной компании;

- инвестиционным компаниям и фондам было разрешено приобретать до 20% акций одного эмитента и направлять на эти цели до 10% своих активов. Группе же фондов, созданной одним учредителем, разрешалось владеть до 40% акций одного предприятия<sup>119</sup>.

Порядок учреждения инвестиционных компаний и фондов - разрешительный с юридической точки зрения, а в действитель-

---

<sup>118</sup> Ekonom, 1997, N45.

<sup>119</sup> Ekonom, 1997, N45.



ности исключительно либеральный и поощрительный - способствовал быстрому и массовому появлению в стране нового типа инвестиционных институтов. Число инвестиционных фондов и компаний достигло 434 во время первой волны купонной приватизации, когда Чехословакия была единым государством, и 353 в период второй волны, проходившей только на территории Чехии. Отсутствие законодательных ограничений количества паевых и инвестиционных фондов, которые могут находиться в управлении одной компании, способствовало формированию аналогичных холдингу структур: массовой стала практика, когда инвестиционные компании владеют несколькими (иногда более десятка) паевыми и инвестиционными фондами, каждый из которых имеет определенный портфель ценных бумаг и которыми управляют отдельные группы менеджеров.

Согласно замыслу чешских реформаторов, инвестиционные фонды по итогам массовой приватизации должны были стать ключевыми собственниками приватизированных компаний и ведущей структурой в их корпоративном управлении. Первая часть поставленной задачи была выполнена; однако способность инвестиционных фондов эффективно управлять приватизированными предприятиями и их экономическое поведение оказались весьма сомнительными.

С одной стороны, инвестиционные фонды, «вышедшие» из купонной приватизации, продемонстрировали свою несостоятельность в качестве субъектов корпоративного управления. Как показала практика, лишь единичные крупнейшие фонды, являющиеся аффилированными структурами банков, осуществляли скупку крупных пакетов акций производственных предприятий в расчете на долговременное владение ими и реализацию своих прав собственника не только через получение дохода, но и через функции контроля и управления. Основная же масса чешских фондов работала спонтанно и рассчитывала исключительно на спекулятивную прибыль от операций с ценными бумагами, полностью игнорируя задачу управления корпорациями, акции которых находятся в их портфеле.

С другой стороны, весьма либеральное регулирование чешского финансового рынка, а в дополнение к этому и существую-

щий правовой вакуум по многим аспектам его функционирования создали благоприятную почву для злоупотреблений, спекулятивных и мошеннических действий с имуществом фондов и управляемых ими АО. Аферы и махинации инвестиционных фондов достигли исключительных масштабов: ущерб, нанесенный их акционерам, не поддается точному учету, но, по некоторым оценкам, приводимым в СМИ, управляющие инвестиционных фондов присвоили себе до половины имущества последних. Доверие населения к этому инвестиционному институту было подорвано, и с 1997 г. совокупные активы чешских инвестиционных фондов начали снижаться (в частности, только за 1997 г. они снизились на 12,6%)<sup>120</sup>.

Новая редакция Закона об инвестиционных компаниях и фондах, вступившая в действие в мае 1998 г., призвана восстановить доверие населения к скомпрометировавшим себя институтам коллективного инвестирования, ограничить возможности недобросовестного манипулирования активами инвестиционных и паевых фондов, защитить интересы их акционеров и пайщиков. Новую нормативно-законодательную базу регулирования институтов коллективных инвесторов отличают от предшествующей следующие принципиальные изменения.

Прежде всего пресекается возможность для инвестиционных компаний и фондов проведения трансакций с их активами через аффилированных лиц, а для менеджеров и служащих инвестиционных компаний и фондов, включая их аффилированных лиц, - владения акциями и паями управляемых ими фондов и предприятий. В этих целях в новой редакции Закона:

- лимит долевого участия инвестиционных компаний и фондов в капитале промышленных компаний снижается с прежних 20% до 10%;
- паевым и инвестиционным фондам запрещено иметь в своем портфеле ценные бумаги акционерной компании, владеющей более 10% капитала управляющей компании или инвестиционного фонда;

---

<sup>120</sup> Finance a uver, 1998, N 48.

- инвестиционным компаниям и фондам запрещено приобретать у своих служащих или должностных лиц фондовые ценности или имущество, а также переводить на эти лица свои активы;
- вводится положение о получении предварительного согласия КЦБ на одновременное приобретение 10% голосующих акций инвестиционной компании или фонда, а также на приобретение дополнительных пакетов, повышающих долю в голосующих акциях на каждые 5%.

Далее, пресекаются и другие способы злоупотреблений и мошенничества с активами фондов. В новой редакции Закона: запрещается предоставлять из средств инвестиционных фондов залог на покупку ценных бумаг, ссуды и кредиты, а также осуществлять выплаты по обязательствам третьих лиц; обеспечивается более четкое регулирование порядка привлечения заемных средств (инвестиционный фонд может взять кредиты и ссуды на срок до 6 месяцев и в размере, не превышающем 10% стоимости его активов) и заключения фьючерсных и опционных контрактов. Сформулированы этические нормы поведения менеджмента инвестиционного фонда и управляющей компании, обязывающие их, в числе прочего, приобретать фондовые ценности за наименьшую, а продавать их за наивысшую цену.

Уточнены и сближены с европейскими стандартами принципы диверсификации риска в деятельности институтов коллективного инвестирования. Согласно новым правилам инвестиции паевых и инвестиционных фондов в ценные бумаги одного эмитента не должны превышать 10% их активов, в государственные долговые обязательства - 30% активов, в недвижимое и движимое имущество - 5% активов. В отличие от европейской практики паевым и инвестиционным фондам запрещено инвестировать свои средства в ценные бумаги инвестиционных компаний, инвестиционных и паевых фондов. На приведение структуры портфелей в соответствии с новыми нормативами фондам отведен трехлетний срок.

Для паевых фондов введены новые - развернутые и приближенные к принятым в мировой практике стандартам - требования раскрытия информации.

В ходе работы над новой редакцией Закона одним из наиболее сложных оказался вопрос о судьбе институтов коллективного инвестирования, возникших в ходе и для обслуживания купонной приватизации. По итогам развернувшейся в этой связи дискуссии было признано, что эти инвестиционные институты, обеспечив консолидацию средств мелких инвесторов, выполнили возложенную на них в рамках купонной приватизации задачу, но на постприватизационном этапе оказывают негативное влияние на чешский рынок капитала и потому подлежат «устранению со сцены». Из рассматривавшихся вариантов такого «устранения» - ликвидация, преобразование в акционерные общества типа холдинга или в иной по типу институт коллективного инвестирования - был принят последний вариант. Согласно новой редакции Закона, инвестиционные фонды и закрытые паевые фонды подлежат в период 1998-2002 гг. реорганизации в открытые паевые фонды.

На чешском фондовом рынке очень велика прямая и косвенная роль банков, имеющих крупные участия в капитале акционерных обществ, инвестиционных фондов и компаний. Следует отметить, что банковское законодательство Чехии основано на концепции универсального банковского бизнеса, т.е. банкам разрешено сочетать обычные банковские операции с большинством операций на фондовом рынке.

Чрезмерные инвестиции банков в ценные бумаги дестимулируются введением лимитов долевого участия банков в акционерном капитале промышленных компаний, повышенными коэффициентами риска при расчете коэффициентов соотношения собственных средств банков и различных статей их активов, высокими требованиями к созданию внутренних банковских активов под потенциальное обесценение вложений в ценные бумаги.

Как и другие страны ЦВЕ Чехия проводит курс на ограничение участия банков в капитале и управлении производственных компаний. Уже первыми актами банковского законодательства были предусмотрены для банков ограничения на участие в приватизации, скупку акций промышленных компаний, участие в учреждении новых предприятий.

Однако принятые меры по ограничению участия банков в приватизации промышленных компаний и в операциях на фондовом рынке оказались малорезультативными, поскольку, с одной стороны, эти ограничения, а также контроль за их соблюдением были малоэффективными, а, с другой стороны, допускалось опосредованное - через учреждение инвестиционных фондов - участие банков в приватизации. В результате небольшая группа государственных и смешанных банков оказалась по итогам массовой приватизации тесно увязанной - через систему участия и контроля - с другими кредитно-финансовыми организациями и реальным сектором.

Опыт Чехии наглядно свидетельствует о тех негативных последствиях, которые может иметь для переходной экономики усиление связей банков и промышленных предприятий по капиталу и управлению. Производственная сфера, несмотря на проведенную приватизацию, по-прежнему остается в значительной мере под контролем государства. Банки продолжают кредитование «своих» предприятий на льготных условиях, что, с одной стороны, препятствует освобождению экономики от неэффективных производств, тормозит процессы реструктуризации экономики, а, с другой стороны, может при финансово-неустойчивом положении банка привести к его краху. Сдерживается развитие фондового рынка, поскольку банки закрепляют за дорогостоящими кредитами ведущую роль в финансировании предпринимательской сферы, блокируя привлечение «своими» предприятиями более дешевых ресурсов через эмиссию ценных бумаг.

Эти обстоятельства явились, как следует из анализа, проведенного совместно Минфином Чехии и МВФ, главными причинами пережитых Чехией в 1996-1997 гг. экономических трудностей и кризисной ситуации на рынке капиталов.

В этой связи ограничение участия банков и инвестиционных фондов в капитале и управлении промышленными предприятиями было признано в Чехии важнейшей предпосылкой активизации структурной перестройки экономики и оздоровления ситуации на рынке капиталов. Принятые в 1998 г. законодательные акты предписывают чешским банкам осуществить полное отделение своих счетов, инвестиционного портфеля и результа-

тов деятельности от счетов, инвестиционного портфеля и результатов деятельности промышленных компаний, совладельцами которых они являются; ужесточают и снижают лимиты участия банков в капитале и управлении промышленными компаниями; вводят запрет на участие представителей банка в органах управления и контроля промышленных компаний. Согласно новому банковскому законодательству Чехии, банк не имеет право осуществлять контроль над промышленным предприятием (под контролем понимается прямое или косвенное владение банком более чем 50% паев или акций другого юридического лица, право избрания или отзыва большинства членов руководящих, контролирующих и исполнительных органов этого юридического лица, возможность оказывать решающее влияние на управление этим юридическим лицом и т.д.). Инвестиции банка в паи и акции одной промышленной компании не должны превышать 15% от капитала банка, а суммарные инвестиции в паи и акции промышленных компаний - 60% от капитала банка. Банкам предоставляется трехлетний срок для освобождения от образующегося при новом нормативном уровне «излишка» корпоративных бумаг.

Новое банковское законодательство также закрепило за Центральным банком право на введение при необходимости разрешительного порядка на осуществление целого ряда банковских операций, в частности, финансового лизинга, выдачи гарантий и поручительств, операций с ценными бумагами, финансовыми фьючерсами и опционами, депозитарных услуг, управления портфелем ценных бумаг, андеррайтинга, брокерских услуг.

Возможности для участия нерезидентов в операциях фондового рынка определяются тем, что, согласно чешскому законодательству, иностранный инвестор имеет право на тех же основаниях, что и отечественный, приобретать, продавать и осуществлять сделки с ценными бумагами; репатриация прибыли от этих сделок предусмотрена законом и договорами о защите инвестиций. Разрешительный режим распространяется лишь на вывоз чешских ценных бумаг за рубеж, торговлю чешскими ценными бумагами за рубежом, торговлю иностранными ценными бумагами на территории Чехии.

Нерезидентам, за исключением дочерних компаний иностранных банков, запрещено заниматься некоторыми видами профессиональной деятельности на фондовом рынке (андеррайтинг, брокерская и дилерская деятельность, прием ценных бумаг на хранение, управление портфелем ценных бумаг).

Основу инфраструктуры чешского фондового рынка составляют Центр ценных бумаг (общенациональный регистратор) и два организатора торговли, действующие на основе лицензии Министерства финансов, - Пражская фондовая биржа и электронный внебиржевой рынок «RM-system».

ПФБ создавалась при содействии французских специалистов, поэтому методы ее организации и торговли близки к тем, которые используются во Франции. Как и на Лионской фондовой бирже, взятой в качестве исходной модели, торговля фондовыми ценностями на ПФБ распадается на три сегмента - т.е. главный рынок, параллельный рынок и свободный рынок, различающиеся по ликвидности допускаемых к торговле ценными бумагами и методами торговли. На главном рынке осуществляются транзакции с ценными бумагами, включенными в список-листинг первого уровня, формирование курсов ценных бумаг происходит через централизацию спроса и предложения посредством системы фиксинга или непрерывных котировок. В двух остальных сегментах рынка торговля осуществляется в форме прямых сделок, т.е. цены определяются соглашением сторон. При этом на параллельном рынке осуществляются сделки с крупными пакетами ценных бумаг, включенными в листинг второго уровня; на свободном рынке - транзакции с ценными бумагами, включенными в список-нелистинг и допускаемыми к торговле в порядке, предусмотренном внутренними документами биржи.

В структуре биржевого оборота, как уже отмечалось, доминируют негосударственные ценные бумаги, прежде всего акции приватизированных предприятий. Однако с точки зрения мобилизации свободных финансовых ресурсов наиболее высокими темпами в 90-е годы развивался рынок ценных бумаг коммерческих банков и инвестиционных фондов.

На электронном внебиржевом рынке «RM-system» сделки с ценными бумагами осуществляются заочно - на основе поданных

заявок в форме периодического аукциона, непрерывного аукциона или прямых сделок. Преимуществами RM-system по сравнению с ПФБ являются более высокая «пропускная» способность, обеспечение участникам сделки по купле-продаже акций прямого (без посредников) выхода на фондовый рынок; возможность осуществления сделок со всем набором выпущенных в обращение ценных бумаг. Вместе с тем организованный внебиржевой рынок, предъявляющий минимальные требования для допуска ценных бумаг к торговле, существенно уступает биржевому рынку с точки зрения информационной прозрачности, гарантированности и надежности сделок. В обороте RM-system доминируют корпоративные бумаги.



## **ГЛАВА III. ФОНДОВЫЕ РЫНКИ В ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ СТРАНАХ И ГОСУДАРСТВО**

### **3.1. Влияние политики приватизации на формирование фондового рынка**

Частная собственность, конкуренция и институциональная инфраструктура являются несущими основами рыночной экономики. Как важнейший систематизирующий фактор приватизация затрагивает все стороны и процессы трансформации. Это в полной мере относится и к становлению рынка ценных бумаг в ПСС. Политика приватизации определяет роль фондового рынка в экономике в переходный период и в перспективе, его место в финансовой системе страны и взаимодействие с другими сегментами финансового рынка, фондовую и организационную структуру рынка ценных бумаг, круг его участников, капитализацию, глубину этого рынка, связь с международной финансовой системой и другие аспекты формирования и функционирования фондового рынка как одного из главных рыночных институтов.

Приватизацию и политику приватизации можно рассматривать как одну из основных составляющих процесса трансформации, экономической политики и с точки зрения формирования рынка капиталов.

В принципе приватизация государственной собственности, т.е. переход от тотального огосударствления к рыночной экономике - это беспрецедентное явление в мировой истории. Приватизация оказала и оказывает огромное влияние на всю социально-экономическую жизнь постсоциалистических государств, политический и моральный климат переходных экономик, отношение граждан к реформам, доверие к ним, к оценке ими законности и социальной справедливости экономических и политических преобразований, поскольку она (приватизация) затрагивает самую важную основу общества - отношения собственности. Очень важно то, что приватизация обеспечивает необходимое доверие к необратимости движения к рынку.

В контексте настоящей работы и с точки зрения темы данного раздела наша задача состоит в рассмотрении влияния государственной политики приватизации на создание, развитие и функционирование фондового рынка; его специфику в отдельных группах стран в зависимости от особенностей методов приватизации.

В процессе трансформации в каждой стране формируется система рынков. В статье «Экономическая трансформация: темпы и масштабы» известный американский ученый К.Эрроу отмечал: «... большинство считает, что первой необходимостью для рыночной реформы является приватизация производства, передача фирм в частные руки. Разумеется, приватизация в соответствующих институциональных условиях обеспечивает жизнеспособность рынков. Можно признать как должное, что приватизация большей части промышленности является долгосрочной потребностью с точки зрения создания устойчивой системы рынков. Но следует тщательно выверить темпы приватизации и, что возможно, еще важнее, пути ее осуществления»<sup>121</sup>.

Из этого принципиально важного высказывания можно сделать вывод о том, что приватизация обеспечивает жизнеспособность и рынка ценных бумаг, поскольку состояние этого рынка прямо зависит от хода приватизационного процесса, его темпов, методов обеспечения прав собственности.

Приватизация в контексте формирования системы рынков в качестве «каркаса» рыночной экономики неразрывно связана с развитием конкуренции. Сложность этой проблемы состоит в том, что для функционирования частной рыночной экономики необходимы одновременно и приватизация, и конкуренция. Принципиальная ошибка многих ПСС (прежде всего России и большинства других стран СНГ) особенно в первые годы трансформации состояла в том, что они превратили приватизацию в главный приоритет, вместо того чтобы рассматривать частную собственность и конкуренцию как (по меткому выражению Дж.Стиглица) «сиамских близнецов». В то же время политика обеспечения конкуренции и другие меры регулирования рынка

---

<sup>121</sup> Реформы глазами американских и российских ученых. М., 1996, с.91.

остались без должного внимания. А.Д.Некипелов совершенно прав, утверждая, что «важнейшие направления деятельности государства - создание и поддержание конкурентной среды. Для нормального функционирования рынка оно значительно важнее, чем приватизация»<sup>122</sup>. При этом, однако, нельзя забывать, что эти два устоя рыночной экономики должны постоянно взаимодействовать, что может быть обеспечено только при соответствующей институциональной инфраструктуре. Иначе «... могут быть подорваны долгосрочные перспективы рыночной экономики». Опыт показал, что скоропалительная приватизация в нерегулируемой среде (т.е. при отсутствии конкурентной среды, поддерживаемой государством) создает активную заинтересованность в том, чтобы препятствовать регулированию деятельности естественных монополий и созданию конкурентного рынка там, где конкуренция необходима.

При приватизации ПСС столкнулись с рядом серьезных проблем объективного и субъективного характера, которые осложняли (и осложняют) ее осуществление. Среди этих проблем можно выделить следующие: отсутствие у населения капитала (т.е. аккумулированных сбережений), оценка и цена приватизируемых активов, адаптация государственных предприятий (особенно крупных) к условиям рынка, реструктуризация предприятий. Очевидно, что эти проблемы во многом повлияли на особенности приватизации и формирующегося фондового рынка.

Если понимать под приватизацией (особенно ускоренной) продажу государственной собственности населению, то совершенно понятно, что у него просто нет для этого денег, тем более что инфляция «съела» значительную часть их покупательной способности. Очевидно, что для выкупа предприятий потребовались бы долгие годы. Поэтому во многих ПСС государственную собственность раздали населению бесплатно, оформив эту раздачу ваучерами (купонами, сертификатами). Этот метод во многих случаях породил серьезные проблемы, связанные с растаскиванием имущества, крупным мошенничеством, коррупцией и общей криминализацией экономики. Ряд стран (прежде всего Венг-

---

<sup>122</sup> НГ-Политэкономия, 2001, 6 февраля, № 2, с. 15.

рия) пошел по пути активного привлечения к участию в приватизации иностранного капитала.

Далее, при приватизации сразу возникает проблема определения цены приватизируемых объектов при отсутствии рынка имущества (капитала). И здесь возник порочный круг. Рынок капитала не может быть создан, пока не произведена оценка имущества и его распродажа. С другой стороны, имущество нельзя продать, пока нет его рынка. Этот замкнутый круг можно было разорвать только с помощью применения его оценки государством (с привлечением балансовых данных, западных аналогов продаваемого имущества и т.д.), которые неизбежно носили весьма произвольный и поэтому условный характер. К.Эрроу писал, что поскольку в переходной экономике отсутствует основа для определенных ожиданий в отношении рентабельности приватизируемых объектов, «неизбежна огромная неопределенность относительно стоимости фирм, и их продажа в значительной степени оказывается делом случая. Нет поэтому никаких оснований полагать, что собственность фирм окажется в руках наиболее способных обеспечить их эффективное функционирование»<sup>123</sup>.

Цена приватизируемых объектов и методы приватизации оказали прямое влияние на развитие рынка корпоративных бумаг, его капитализацию, участников, глубину, на приобщение населения к этому новому рыночному институту. Так, в результате ваучерной приватизации граждане России получили гораздо меньшую собственность (т.е. сумму денег, указанную в ваучерах), чем во многих странах ЦВЕ. В России, по признанию А.Чубайса, «имущество приватизируемых предприятий в свое время действительно было недооценено. Только не по причине плохой приватизации, а в силу неразвитости рынка ценных бумаг, высоких политических рисков».<sup>124</sup> Со второй фразой никак нельзя согласиться. Именно по причине непродуманной, форсированной массовой приватизации в условиях, когда рынок ценных бумаг еще *не мог быть развит*, правительство раздало ваучеры по смехотворно низким номиналам; рынок вызвал недоове-

---

<sup>123</sup> Реформы глазами американских и российских ученых. М., 1996, с.82.

<sup>124</sup> Приватизация по-российски. М.: Вагриус, 1999, с.365.

рие граждан и фактически лишил почти всех возможности участвовать в результатах приватизации. В этом одно из существенных отличий российской приватизации от приватизации в странах ЦВЕ.

Одной из основных проблем приватизации стало регулирование деятельности предприятий, которые продолжают быть государственной собственностью, их приспособление к условиям формирующейся рыночной экономики и, в частности, рынка ценных бумаг. Попытки «вписать» государственную собственность в рыночные отношения нашли свое выражение в так называемой «коммерциализации» государственных предприятий, суть которой состоит в предоставлении им свободы в принятии экономических решений при сохранении государственного контроля прежде всего в вопросах собственности. Одной из форм коммерциализации является государственное акционерное общество. Примером может служить такое общество в Венгрии. В его ведении находятся имущественные права на предприятия, которые полностью или частично на более или менее длительный срок остаются в государственной собственности. Это акционерное общество представляет собой суперхолдинг с одним собственником - государством в лице правительства<sup>125</sup>.

Приватизация поставила на повестку дня необходимость реструктуризации промышленных предприятий, т.е. радикальное изменение их организационно-управленческой и финансовой структуры с целью демонополизации, адаптации к требованиям рынка, технической модернизации и повышения конкурентоспособности. Не оправдались надежды на то, что в результате приватизации рынок сам приведет к необходимой реструктуризации предприятий. Во многих случаях реструктуризации препятствовали методы приватизации, не стимулировавшие ее. В первые годы приватизации этот процесс тормозили и непонимание природы реструктуризации в условиях трансформации. При этом было принципиально важно понять различия между реструктуризацией отдельной фирмы в условиях эффективно работающей рыночной экономики и реструктуризацией как системной пере-

---

<sup>125</sup> Некипелов А. Очерки по экономике посткоммунизма, с.250.

стройкой всей экономики и, в частности, радикальными изменениями структуры промышленности. Лишь в немногих ПСС приватизация с самого начала увязывалась с реструктуризацией предприятий. Наибольшего прогресса в этой области добилась Польша, где в результате осуществления программы реструктуризации за полтора года практически удалось решить проблему безнадежных долгов предприятий. При этом применялись такие методы, как банкротство, ликвидация, обмен долгов на акции. Противоположным примером может служить Чехия. В этой стране к концу 1995 г. было приватизировано более 75% всех государственных предприятий, однако, «эта крайне важная цель... отодвинула на задний план другую такую же важную цель - реструктуризацию предприятий и повышение их конкурентоспособности»<sup>126</sup>.

Примерно со второй половины 90-х годов прошлого века программы реструктуризации реализуются в большинстве постсоциалистических государств. При этом обычно государство играет первую скрипку в реструктуризации приватизируемых наиболее важных предприятий, а банки участвуют в урегулировании финансовых вопросов менее значительных предприятий. Активная роль банков в процессе финансовой реструктуризации особенно характерна для ряда стран ЦВЕ.

Постсоциалистические государства используют такую форму реструктуризации, как децентрализация, дробление предприятий. Одна из основных целей состоит в децентрализации процесса принятия решений. Правда, пока эта форма структурной перестройки предприятий не получила большого развития. Противники этой формы реструктуризации справедливо опасаются возможного ослабления крупных предприятий. Естественно, что все определяется характером реструктурируемого объекта. Дж.Стиглиц считает, что «децентрализация способствует усилению стимулов (увязывая действия отдельных лиц или более мелких подразделений с вознаграждениями) и повышению ответственности, а также ужесточению бюджетных ограничений, исключая перекрестные субсидии, которые часто существуют в

---

<sup>126</sup> Poland. International Economic Report 1998/1999, Warsaw, 1999, p.219.

крупных организациях». Он отмечает также, что «передача прав собственности - труднейшая часть процесса, так как центральное руководство уступает немалую долю своей власти децентрализованным и отпочковавшимся организационным единицам, которые будут находиться под управлением более молодых менеджеров среднего звена. Однако в этом - ключ к успеху»<sup>127</sup>.

Приватизация и (как важнейшее следствие ее) создание фондового рынка - это результат целенаправленной государственной политики, результат применения внеэкономических методов реформирования экономической системы. При этом фондовый рынок очевидно необходимо создавать как органическую часть финансовой системы страны, поскольку он не может функционировать, если в стране отсутствуют частные банки и валютный рынок.

Для проведения приватизации и формирования на ее основе рынка капиталов прежде всего требовались соответствующая правовая база и программа действий. Именно государство, особенно на первых порах, определяет развитие фондового рынка, его основные «параметры» и «качество». По мере становления этого рынка во многих странах государство влияет на него как крупный держатель и продавец акций предприятий, проводит политику развития его инфраструктуры, оказывает влияние на привлечение иностранного капитала, осуществляет регулирование фондового рынка (оно рассмотрено в разделе 3 этой главы).

В постсоциалистических государствах в начале трансформации были приняты необходимые правовые акты, регламентирующие процесс приватизации. Так, в России Закон РСФСР «О приватизации государственных муниципальных предприятий в РСФСР» был принят 3 июля 1991 г. Государственная программа приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации на 1992 г. была утверждена Верховным Советом РФ 11 июля 1992 г. Она является компромиссом между платной (для «активной» части населения) и безвозмездной (ваучеры всему населению и льготы трудовым коллективам) прива-

---

<sup>127</sup> Вопросы экономики, 1999, № 7, с.21.

тизацией, между моделью «приватизации для всех» и разделом собственности среди работников предприятий.

В этой программе содержались такие весьма абстрактные и во многом противоречивые цели приватизации, как построение социально-ориентированной рыночной экономики на основе частной собственности, повышение эффективности работы предприятий, развитие социальной инфраструктуры за счет доходов от приватизации, обеспечение финансовой стабилизации, создание условий для конкуренции и демонополизации, привлечение иностранных инвестиций. Однако в действительности с середины 1992 г. главной целью российской приватизации стало поспешное осуществление российского варианта «массовой» приватизации с использованием приватизационных чеков (ваучеров) на предъявителя и акционирование государственных предприятий для обеспечения чековых аукционов.

Следует отметить, что для России (и в большей или меньшей степени для других ПСС) характерно отсутствие достаточной синхронности в создании правовой базы приватизации и неразрывно связанного с ней рынка ценных бумаг. Так, если первый (ваучерный) этап российской приватизации закончился в 1994 г., то Гражданский кодекс (содержащий основные положения об акционерном обществе) и Закон «Об акционерных обществах» были приняты только в 1995 г. Закон «О рынке ценных бумаг» вступил в силу в 1996 г. Кроме того, были приняты законы об инвестиционных фондах, негосударственных пенсионных фондах и ряд других. Большое значение имела отмена отдельных налогов на операции с ценными бумагами.

В середине 90-х годов начался второй этап российской приватизации, который в отличие от ваучерного оказал большее влияние на рынок ценных бумаг, т.к. через механизм так называемых «залоговых аукционов» и инвестиционных конкурсов был осуществлен передел собственности и произошло значительное укрупнение ряда российских компаний и укрепление позиций иностранных инвесторов. Тогда крупные банки предоставляли правительству кредиты под залог государственных пакетов акций ряда предприятий, которые затем перешли в их собственность.



Эта «своеобразная» форма денежной приватизации (она сопровождалась множеством нарушений закона и, подобно ваучерной приватизации, также дала возможность российским и иностранным инвесторам купить по многократно заниженной цене 500 очень крупных и менее крупных предприятий) повлияла на количество и состав эмитентов акций, капитализацию рынка, деятельность посредников. Но это влияние сказалось на фондовом рынке уже после проведения аукционов, т.е. они проводились вне этого рынка и сделки заключались на заранее «согласованных» условиях.

Процесс приватизации в России практически остановился в 1996-1997 гг. Это было связано с тем, что правительство основное внимание уделяло пополнению доходов бюджета, не имело ясной стратегии и программы приватизации на перспективу, которой в качестве одного из основных приоритетов была бы поставлена задача формирования эффективных собственников. Правда, в 1997 г. были приняты два важных закона: «О приватизации государственного имущества и основах приватизации государственного имущества» и «О регистрации прав и недвижимого имущества и сделок с ним». Эти правовые акты способствовали дальнейшему развитию рынка ценных бумаг, повышению доверия российских и иностранных инвесторов в результате введения единой и транспарентной системы учета и регистрации прав на недвижимость. Но этому помешали потрясения на мировых финансовых рынках в начале 1998 г. и финансовый крах в России в августе того же года.

Процесс российской приватизации как важнейшего фактора формирования цивилизованного фондового рынка сдерживается отсутствием долгосрочной стратегии и последовательной политики в этой области.

Фактически в 1997-2000 гг. власти вообще отказались от реализации какой-либо государственной программы приватизации. «В течение почти четырех лет госпрограмма бродила по коридорам «Охотного ряда», но так и не была принята.»<sup>128</sup> В Думе не раз поднимался вопрос о национализации ряда предприятий,

---

<sup>128</sup> Российская газета, 2000, 9 ноября, с. 1.

но затем дело кончилось законопроектом, запрещающим продавать государственные пакеты акций крупнейших предприятий. Эти шараханья продолжались и в 2001 г., когда Министерство имущественных отношений в августе 2000 г. прислало в правительство программу приватизации на 2001 г., в которой сначала предусматривалась продажа акций 11 предприятий,<sup>129</sup> а затем (уже в марте 2001 г.) планы изменились и речь пошла о 30 предприятиях, в том числе части акций таких крупных компаний как «Славнефть», «Роснефть» и «Газпром». Можно считать, что в 2001 г. началась «третья волна» приватизации.

Существенным препятствием на пути дальнейшей приватизации в России является ее забюрократизированность. Журнал «Итоги» справедливо отмечал, что «сегодня отсутствует «автоматизм» приватизации, то есть встроенные в законодательство процедуры, не позволяющие чиновникам своевольно тормозить приватизацию, не введены ограничения сроков продажи объектов. Нет неотвратимости приватизации - из закона выпало право потенциального покупателя подать заявку на приватизацию, которую в обязательном порядке должны были рассматривать приватизационные органы. При этом чиновник имеет возможность чинить препятствия, вмешиваясь в определение цены и «качества» покупателя... Очевидно, что «хороший» для чиновника потенциальный инвестор не обязательно станет эффективным собственником»<sup>130</sup>.

В большинстве стран СНГ - при определенных различиях по странам - политика приватизации и ее влияние на создание и развитие фондового рынка во многом похожи на то, что происходило и происходит в России (за исключением залоговых аукционов). В большинстве бывших союзных республик в начале 90-х годов начали осуществляться программы приватизации, затем были приняты законы об акционерных обществах и рынке ценных бумаг. Примером особенно активной деятельности в области создания правовой базы приватизации в увязке с развитием фондового рынка может служить Узбекистан, где к началу XXI

---

<sup>129</sup> Ведомости, 2000, 23 августа.

<sup>130</sup> Итоги, 2001, 27 февраля, с.29.

века фондовый рынок считался наиболее развитым среди центральноазиатских республик СНГ. В Узбекистане еще до начала реализации программы приватизации, которая стала осуществляться с 1995 г., в сентябре 1993 г. были приняты правовые акты, которые определили условия и порядок выпуска и обращения ценных бумаг, регулирования деятельности участников фондового рынка, а также принципы организации и функционирования фондовой биржи. В 1995-1996 гг. вышли указы, регламентирующие процесс приватизации и формирование рынка ценных бумаг. Так, в середине 1995 г. вышел указ президента «О мерах по ускорению акционирования предприятий государственной собственности и совершенствованию рынка ценных бумаг». В этом документе вскрыты причины медленного акционирования приватизируемых предприятий (прежде всего, это бюрократизм в работе государственных учреждений, недостаточная отлаженность механизма акционирования, иждивенческая психология директоров, порожденная административно-командной системой управления) и намечены меры по ускорению акционирования предприятий и развития фондового рынка. В частности, предусмотрено создание инвестиционных фондов, аккумулирующих средства населения и обеспечивающих устойчивую доходность акций, введение ставки налогообложения доходов юридических лиц от обращения акций в размере 15%; временное освобождение от налогов прибыли фондовой биржи «Тошкент», Национального депозитария и инвестиционных фондов, направляемой на развитие их инфраструктуры и рекламы. Вскоре после этого указа был принят указ президента «О дополнительных мерах по развитию рынка ценных бумаг». Этот указ положил начало государственному регулированию фондового рынка, поскольку он предусматривал создание при Министерстве финансов Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам. Кроме того, в нем был намечен ряд мер по стимулированию участия иностранных инвесторов в операциях на рынке ценных бумаг, в частности, обеспечение контроля за соблюдением их прав по приобретению узбекских ценных бумаг, конвертации доходов для их последующей репатриации. В 1996 г., как уже отмечалось, были приняты принципиально важные для формирования фондового

рынка законы и указы о механизме функционирования фондового рынка. В 1998 г. выпущен указ «О мерах по дальнейшему развитию фондового рынка и поддержке акционерных обществ, созданных на базе государственной собственности».

В странах СНГ складывается весьма пестрая картина в отношении прогресса в области приватизации и уровня развития рынка ценных бумаг. Если такие республики, как Казахстан, Узбекистан, Киргизия, Армения, применили ускоренный вариант прежде всего в области «малой» приватизации (торговля, общественное питание, бытовое обслуживание населения, мелкие предприятия местной промышленности и т.п.), а затем - применительно к крупным и средним предприятиям (большая приватизация), то Белоруссия, Молдавия и Украина предпочли более постепенную передачу государственной собственности в негосударственный сектор. В то же время в Азербайджане, Грузии, Таджикистане и Туркмении приватизация делает только первые шаги. Там только начинается реализация программ приватизации.

Приватизация в странах Содружества осложняется рядом объективных и субъективных причин.

После экономического роста в ряде государств в 1996-1999 гг. наступил спад, связанный с финансовым кризисом в России и недальновидной политикой некоторых республик в области допуска иностранных компаний на свои фондовые рынки. Падение курсов национальных валют, ослабление банков, рост неплатежей - все это затормозило приватизацию и развитие фондового рынка.

В условиях инфляции сложно оценивать приватизируемое имущество, приходится пересматривать «параметры» программ приватизации. Характерно, что в большинстве случаев государство стремилось приватизировать сначала убыточные предприятия с неэффективным управлением, что существенно затрудняло их приватизацию.

Большим препятствием в первые годы приватизации была неурегулированность вопроса о собственности на землю под приватизируемыми предприятиями. В таких республиках, как Молдова, Украина, Узбекистан, к середине 90-х годов эту землю

было разрешено приватизировать. В других государствах СНГ в этой области существуют ограничения (обычно земля под частным предприятием сдается в долгосрочную аренду). Иногда возможность покупки земли ставится в зависимость от характера и размеров приватизируемого объекта.

Особенности социально-экономических условий, общего направления реформ, политики приватизации нашли отражение в резких контрастах и различиях в формировании национальных фондовых рынков. Это наиболее наглядно видно на примере Беларуси и Азербайджана. Эти республики, столь различные по своим подходам к реформированию экономики, только начали создавать рынки ценных бумаг, причем Азербайджан опережает Белоруссию прежде всего в развитии рынка акций. При этом налицо явные крайности в принципиальных вопросах политики государства на фондовом рынке. В Белоруссии, которая еще очень мало продвинулась по пути приватизации, но стремится создать национальный рынок ценных бумаг, рынок акций практически закрыт для нерезидентов. Вторичный рынок корпоративных бумаг находится в зачаточном состоянии. В Азербайджане, где процесс приватизации идет несколько более активно (хотя пока не затронула крупных предприятий), в начале 2000 г. почему-то было решено отменить все ограничения в отношении допуска нерезидентов на фондовый рынок. Резкие различия в режиме участия иностранных компаний в операциях на фондовом рынке существуют в Казахстане и Туркменистане.

На развитие фондовых рынков стран СНГ в перспективе может оказать заметное влияние налаживание их взаимодействия в рамках Содружества. Пока, прежде всего из-за отсутствия информации и обмена ею между странами эти рынки фактически обособлены друг от друга и являются замкнутыми. Между тем, как показал кризис 1998 г., сотрудничество стран в этой области могло бы сыграть существенную роль в предупреждении и смягчении негативных последствий финансовых потрясений. В странах СНГ растет понимание полезности большей взаимной открытости фондовых и валютных рынков. Первыми шагами в этом направлении явились разработка Конвенции о координации деятельности государств-участников СНГ на рынке ценных бумаг

(сентябрь 1998 г.) и учреждение Международной ассоциации бирж стран СНГ (апрель 2000 г.). Целями Конвенции являются согласование и координация мер по защите интересов участников рынков ценных бумаг стран-участниц, создание общей информационной базы. Главная задача Ассоциации состоит в содействии формированию единого биржевого пространства Содружества с использованием передовых технологий, внедрения международных стандартов фондового рынка, взаимного признания регистрации эмиссии ценных бумаг.

В более развитых странах ЦВЕ для приватизации характерна большая продуманность и последовательность. Это относится прежде всего к Польше и Венгрии и в меньшей степени к Чехии. При этом в первых двух странах, как уже отмечалось, с самого начала приватизация проводилась с учетом создания фондового рынка как важнейшей части национальной финансовой системы. Кроме того, в этих странах (прежде всего в Польше) осуществлялась и осуществляется при одновременной реализации мер по реструктуризации многих предприятий создание эффективного корпоративного управления (одной из главных целей которого является защита прав мелких акционеров) и, где это необходимо, децентрализация управления предприятиями. В этом отношении политика приватизации в «продвинутых» странах ЦВЕ с точки зрения ее влияния на формирование фондового рынка и экономику в целом выгодно отличается от положения в таких странах, как Болгария, Румыния и страны СНГ.

В процессе приватизации выявились очень существенные различия между Польшей и Венгрией, с одной стороны, и Чехией, с другой. Эти различия касаются общего подхода к приватизации в русле политики реформ, темпов приватизации, ее масштабов и методов. При этом одними из главных факторов, определивших больший или меньший успех приватизации и развития фондового рынка были характер институциональных мер (прежде всего адекватность правовой базы кардинальным изменениям в отношениях собственности) и конструктивная направляющая деятельность государства, которое постоянно отслеживало, анализировало и корректировало свои действия.

Одна из главных особенностей политики приватизации в *Польше* и ее влияния на формирование рынка ценных бумаг по сравнению с другими странами ЦВЕ и СНГ состоит в том, что с самого начала этот комплексный процесс стал объектом постоянного государственного регулирования на основе создания необходимых институциональных условий. Еще до проведения «большой» приватизации («малую» приватизацию начали еще в 80-е годы) в 1991 г. была создана Комиссия по рынку ценных бумаг и биржам Польши (КЦББ). Комиссия возникла одновременно с Варшавской фондовой биржей. Как отмечал председатель Комиссии Я.Соха, «сначала был создан регулятор, а потом всем участникам рынка пришлось функционировать по четко установленным правилам игры, что дало возможность сравнительно просто сразу предъявить высокие требования к рынку»<sup>131</sup>. При этом польские реформаторы, на наш взгляд, исходили из совершенно правильного принципа: легче сначала установить жесткие требования, а затем их постепенно либерализовать, чем в случае необходимости ужесточать первоначально либеральный режим.

Важное исходное условие развития фондового рынка заключалось в том, что все сделки с ценными бумагами, допущенными к публичному предложению (за исключением государственных ценных бумаг), должны заключаться на организованном рынке. Поэтому нет проблемы с ликвидностью.

Польша применяет так называемый «британский» вариант приватизации, т.е. постепенную продажу (и банкротство) средних и крупных предприятий. Польша стремится избегать крайностей поспешной и поэтому плохо продуманной массовой приватизации (как в России и Чехии), в ходе которой без должного внимания остаются такие насущные вопросы как реструктуризация предприятий и корпоративное управление.

С середины 90-х годов началась более широкая приватизация. Ее предметом стали 500 крупных государственных предприятий. Основой этого этапа приватизации стали национальные инвестиционные фонды (к ним мы еще вернемся в конце этого раздела), деятельность которых оказала благоприятное влияние на

---

<sup>131</sup> Рынок ценных бумаг, 2000, № 2, с.24.

организационно-финансовую перестройку предприятий, обеспечение прав мелких акционеров и развитие фондового рынка. Они способствовали привлечению к приватизации стратегических зарубежных инвесторов. Задача состоит в превращении приватизационных сертификатов (разновидность ваучеров) этих фондов в акции предприятий. При этом предполагается, что в руках государства останется не более 15% акций каждого фонда.

Готовясь к вступлению в ЕС, Польша стремится форсировать решения таких проблем, как реструктуризация металлургии, приватизация крупных предприятий в области инфраструктуры тяжелой промышленности, укрепление банковской системы.

**Венгрия** основное внимание уделила денежной приватизации. При этом, особенно после принятия в 1995 г. нового закона о приватизации, темпы ее заметно ускорились. В 1995-1997 гг. было приватизировано значительное число основных предприятий в энергетике, обрабатывающей промышленности, в области телекоммуникаций. Одновременно были приватизированы три из пяти ведущих государственных банков, а в 1998 г. - остальные два.

В 90-е годы позиции иностранного капитала в банковской сфере страны постоянно усиливались, и к началу нового века подавляющая часть акционерного капитала банков принадлежала иностранцам. Это обстоятельство во многом повлияло на особенность венгерского фондового рынка, который развивается по «немецкой модели», при которой главную роль на нем (прежде всего на рынке акций) играют банки.

В середине 90-х годов Венгрия стала самой крупной сферой приложения иностранного капитала среди стран ЦВЕ. Ее доля в общей сумме прямых иностранных инвестиций в эти страны составила около 25% и в последующие годы не опускалась ниже 20%. На предприятиях с участием иностранного капитала в конце этого столетия производилось более 30% венгерского ВВП и 45% продукции обрабатывающей промышленности. Существенная роль зарубежных компаний и банков в экономике страны и устойчивые связи с мировыми финансовыми центрами наложили свой отпечаток на специфику национального фондового рынка, который можно считать наиболее «глобализованным» среди



постсоциалистических государств. Этому способствовала также значительная либерализация движения капитала во второй половине 90-х годов. Акции ряда крупных венгерских компаний (MOL, OTP и других) обращаются на фондовых биржах Нью-Йорка и Лондона. Уровень развития венгерского фондового рынка дает основание специалистам считать, что при вступлении Венгрии в ЕС здесь не будет больших проблем и она сможет на равных выступать на европейском рынке капиталов.

В отличие от Польши и Венгрии политика приватизации в *Чехии* была менее эффективной как с точки зрения ее влияния на экономику в целом, так и на становление фондового рынка. Чехия избрала модель скоропалительной и поэтому не очень хорошо продуманной массовой приватизации в форме раздачи населению купонов (ваучеров). Преимущества чешского варианта ваучерной приватизации по сравнению с российской состояли в том, что купоны были именными и отражали более значительную собственность. Граждане могли внести свои купоны в инвестиционные фонды, которые должны были приобретать акции и выплачивать дивиденды. Власти рассчитывали на то, что эти фонды станут основными собственниками приватизированных предприятий и обеспечат рациональное управление ими. Однако на практике в большинстве случаев не были осуществлены трансформация отношений собственности, учитывающая права и интересы мелких акционеров, необходимая реструктуризация предприятия, не была заложена основа для действенного корпоративного управления. Произошла концентрация собственности в немногих инвестиционных фондах, в которых тон стали задавать банки (а многие банки продолжали быть государственными). В результате этого слоя эффективных собственников не возникло. В то же время мало внимания уделялось реструктуризации предприятий. При доминирующей роли государственных инвестиционных банков в фондах они стали одновременно собственниками приватизируемых предприятий, их кредиторами и распорядителями бюджетных средств для инвестиций между предприятиями.

Все это привело к массовым злоупотреблениям и незаконному присвоению активов акционерами с контрольным пакетом акций и менеджерами. Это подрывало доверие инвесторов к чеш-

ским ценным бумагам и фондовому рынку и не способствовало (в отличие от Польши и Венгрии) использованию его для финансирования реального сектора. Формировавшийся в таких условиях фондовый рынок отличался отсутствием необходимой прозрачности, низкой капитализацией и ликвидностью, а также небольшой глубиной.

Принципиальная ошибка чешских реформаторов в отношении становления фондового рынка заключалась в том, что они рассчитывали на его спонтанное автоматическое развитие в результате возникновения множества собственников акций вследствие купонной приватизации. Поэтому с самого начала они отказались от создания органа государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Новый этап приватизации и развития фондового рынка наступил в 1998 г. Его можно назвать этапом «исправления ошибок». В значительной мере под давлением Комиссии ЕС к ноябрю 1998 г. чешское правительство разработало программу дальнейшей приватизации, по которой предусматривалась продажа государственных пакетов акций в крупных банках, а затем в ряде предприятий инфраструктуры. В том же году, как уже говорилось, была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (аналог российской ФКЦБ), в то время как до этого фондовый рынок находился в «ведении» министерства финансов, которое мало занималось его регулированием. Тогда же правительство приступило к реализации программы реструктуризации экономики, направленной на обеспечение устойчивого экономического роста на основе повышения производительности труда и расширения инвестиций, рационализацию отношений собственности и финансов предприятий, введение четких правил регулирования рынка ценных бумаг.

Общие итоги приватизации за десять лет трансформации (при всех различиях по странам) с точки зрения ее влияния на формирование рынка ценных бумаг состоят в том, что возникли биржевой и внебиржевой фондовые рынки, первичный и вторичный рынки ценных корпоративных и государственных бумаг, институциональные и индивидуальные инвесторы, социальный слой собственников (см. табл.8). В ПСС был создан один из важ-

нейших институтов рыночной экономики, являющийся источником финансирования предприятий и государства, механизмом аллокации финансовых ресурсов, формирования капитала и личного богатства, важным фактором экономического роста. Фондовый рынок становится органической частью финансовой системы и экономики трансформационных стран.

Наряду с этими позитивными итогами при проведении политики приватизации выявилось ее существенное отрицательное влияние на развитие фондового рынка, связанное прежде всего с неадекватным подходом к этому процессу, темпами и методами приватизации. Опыт показал, что форсированная массовая приватизация (особенно в ее российском варианте) затрудняет становление рынка корпоративных бумаг, порождает нерациональную систему корпоративного управления, ущемляет права миноритарных акционеров. Проведение приватизации, органически не увязанное с реструктуризацией предприятий, препятствует формированию действенной системы управления остающейся в руках государства собственностью, в частности, ее адаптации к требованиям рыночной экономики, эффективному использованию механизма фондового рынка для финансирования и развития предприятий.

**Таблица 8**

**Доля частного сектора в экономике  
постсоциалистических стран (в %)**

	ВВП		Число занятых	
	1991	1998	1991	1998
<b>Страны ЦВЕ</b>				
Польша	42,1	66,0	55,5	70,0
Венгрия	18,0	80,0	48,0	75,0
Чехия	17,3	75,0	18,8	81,4
Словакия	25,0	82,4	25,8	65,2
Словения	15,7	55,0	17,5	...
Румыния	23,6	58,0	33,6	...
Болгария	16,6	66,0	10,1	52,6

<b>Страны СНГ</b>				
Россия	...	70,0	...	...
Украина	7,8	58,0	2,4	37,0 <sup>1)</sup>
Белоруссия	...	20,0	...	...
Молдавия	20,0	30,0	59,0	61,0
Узбекистан	...	45,0	...	...
Казахстан	...	55,0	...	...
Киргизия	...	60,0	...	...
Туркмения	...	25,0	...	...
Таджикистан	...	30,0	...	...
Азербайджан	15,0	53,8	11,3	26,8 <sup>3)</sup>
Армения	24,2	52,0 <sup>2)</sup>	...	44,7 <sup>3)</sup>
Грузия	21,3	75,0 <sup>1)</sup>	11,6	72,4 <sup>1)</sup>
<b>Страны Балтии</b>				
Латвия	...	60,0	...	...
Литва	...	70,0	...	...
Эстония	...	70,0	...	...

<sup>1)</sup> 1996 г.; <sup>2)</sup> 1995 г.; <sup>3)</sup> 1994 г.

Источник: Osteuropa-Institut München, Working Papers, 1999, April, N 218, s.149.

«Качество» рынков акций, возникших в ПСС за годы трансформации в силу исторических, экономических, политических и других факторов, существенно разнится по отдельным странам. Наиболее «продвинутыми» рынками корпоративных ценных бумаг к началу XXI века стали рынки Польши и Венгрии. Из-за менее продуманной политики приватизации от них несколько отстала Чехия. Менее развитые страны ЦВЕ делают только первые шаги по формированию фондового рынка. Среди стран СНГ рынки корпоративных ценных бумаг дальше других продвинулись в своем развитии в России, Украине. Далее следуют Узбекистан и Казахстан. В остальных государствах Содружества (особенно в Белоруссии, Таджикистане) этот рынок находится в зачаточном состоянии и характеризуется довольно примитивной инфраструктурой, низкой капитализацией, небольшим

числом участников. Их фондовые рынки слабо взаимодействуют с кредитным и валютным рынками. В республиках еще только формируется дееспособная, устойчивая банковская система. Во многих банках значительная часть акций принадлежит государству.

Следует отметить, что ряд негативных особенностей наиболее развитого в СНГ российского рынка акций, связанных с политикой приватизации, характерен и для всех других бывших союзных республик. Проведение приватизации в России предполагало, что уже в начале второй половины 90-х годов будет осуществлен массовый вывод акционерных обществ на фондовый рынок. Однако эта задача даже не была поставлена. «В итоге, как писал А.Захаров, - десятки миллионов акционеров и многие тысячи акционерных обществ ощущают себя обманутыми государством, которое даже не попыталось завершить цели и задачи приватизации, а отсутствие возможности выхода на фондовый рынок резко ограничило привлечение инвестиций, особенно в реальный сектор экономики»<sup>132</sup>.

Существенной слабостью российского фондового рынка является незначительная вовлеченность в операции с акциями индивидуальных инвесторов. Для него характерна недостаточная заинтересованность эмитентов в выходе на открытый рынок капиталов, недооценка возможностей рынка как механизма мобилизации финансовых ресурсов, отсутствие интереса к долгосрочным вложениям.

Необходимо отметить также несовершенство нормативно-правовой базы рынка корпоративных бумаг, наличие в ней пробелов и противоречий (в особенности это касается защиты прав миноритарных акционеров), недостаточно эффективный контроль за выполнением действующих правовых актов в области регулирования этого рынка.

Серьезного внимания заслуживает проблема влияния моделей приватизации на специфику молодых фондовых рынков постсоциалистических государств. По мнению В.Попова<sup>133</sup>, раз-

---

<sup>132</sup> Известия, 2000, 16 мая.

<sup>133</sup> Эксперт, 1999, 11 октября, № 38, с.20.

витию фондового рынка в принципе благоприятствует приватизация с помощью ваучеров и передачи собственности работникам. Такая «парадигма» приватизации нашла свое применение в России, большинстве других стран Содружества, Литве. В этом случае, по идее, цена акций должна быть высокой, т.к. предложение активов сокращено за счет их в основном бесплатной передачи (как известно, в действительности в России и других государствах СНГ этого не произошло в силу уже отмеченных выше причин). Для такой модели характерны широкая дисперсия акций, малая доля внешнего финансирования, высокий уровень капитализации рынка. Фондовые рынки призваны играть важную роль в финансировании инвестиций предприятий, роль банковских кредитов незначительна.

Однако на практике эта модель фондового рынка, которую можно назвать американской, получила свое развитие в названных выше ПСС лишь отчасти. Фактически цена акций, как уже отмечалось, оказалась заниженной, капитализация рынка - низкой. Рынок акций пока не стал важным источником финансирования инвестиций.

Другая основная модель приватизации, которую выделяет В.Попов, способствует укреплению институциональных инвесторов на фондовом рынке. Она наиболее типична для Венгрии, Польши, Эстонии. При ней активы предприятий продаются на аукционах, цена акций невысока (т.к. предложение превышает спрос), и в принципе должна иметь место высокая концентрация акций у владельцев крупных пакетов. Стратегические внешние инвесторы обладают значительным контролем (это характерно прежде всего для Венгрии), велика доля внешнего финансирования. Банки не только владеют значительными пакетами акций, но преобладают во внешнем финансировании предприятий. Такую модель фондового рынка можно назвать немецкой. Она играет главную роль в ряде стран ЦВЕ. Так, в Чехии банки контролируют инвестиционные приватизационные фонды, небольшая часть которых управляет почти половиной всех акций частных инвесторов.

Рассмотренные модели приватизации, на наш взгляд, будут играть существенную роль в дальнейшем развитии фондовых

рынков ПСС и формировании их особенностей. В отношении специфики фондового рынка России в будущем точки зрения экономистов расходятся. Одни полагают, что он будет развиваться по американскому пути, т.е. ориентироваться на частных инвесторов, доминирующую роль фондового рынка в финансировании предприятий и финансовой системе в целом. Другие (например, генеральный директор инвестиционной компании «Брансвик-Варбург» М.Манасов) считают, что основой фондового рынка и финансовой системы будут банки при активном участии иностранных кредитных институтов, поскольку такие институциональные инвесторы, как паевые инвестиционные, пенсионные фонды, страховые компании и др., играют на российском рынке более чем скромную роль. На наш взгляд, российский фондовый рынок, возможно, будет развиваться по некой «смешанной» модели, при которой одновременно будут возрастать роль самого фондового рынка в финансовой системе и значение банков по мере их реструктуризации.

\* \* \*

В контексте влияния политики приватизации на становление фондовых рынков постсоциалистических государств особого внимания заслуживает проблема роли качества формирующегося корпоративного управления в этом процессе.

Принципиально важное значение для формирования эффективного корпоративного управления имеют проблемы разделения собственности и управления компанией и развития агентских отношений.

Крупные компании в экономиках англоамериканского типа характеризовались прежде всего тем, что называется разделением собственности и управления. Эту точку зрения высказал Кейнс. «Одним из наиболее интересных и незамеченных явлений последних десятилетий была тенденция к самосоциализации больших предприятий. В процессе роста крупного института, особенно железной дороги или коммунального предприятия, но также и банка или страховой компании, наступает момент, когда собственники капитала, то есть акционеры, почти полностью отделяются от менеджмента. Результатом является то, что личная заинтересованность менеджеров в получении значительных прибылей

уходит на второй план»<sup>134</sup>. Расхождение и согласование интересов менеджеров и акционеров крупных корпораций, акции которых обращаются на открытом рынке, стали главным источником возникновения *теории агентских контрактов*.

В основе современной рыночной экономики лежат высоко развитые агентские отношения. Соответственно некоторые из ключевых экономических институтов возникают именно для того, чтобы облегчить решение проблем этих отношений (например, юридические механизмы обеспечения прав акционеров и других заинтересованных лиц, ликвидные фондовые рынки и «открытые» инвестиционные фонды, юридическое обеспечение политики конкуренции, вся система мониторинга бухгалтерского учета и аудита и, наконец, дух управленческого профессионализма). В развитых рыночных экономиках сформировались многозвенные цепи агентских отношений (например, работники служат агентами для менеджеров, выступающих, в свою очередь, агентами для акционеров, в частности, взаимных фондов, акционерами которых являются пенсионные фонды, действующие как агенты своих бенефициаров, таких, как работники). Однако на ранних стадиях развития рыночных экономик агентские цепи намного короче.

Агентские отношения должны складываться постепенно, в течение десятилетий. Если пытаться внедрять эти отношения сразу, то эта «надстройка» может развалиться из-за дисфункции, что и произошло в России и других странах СНГ. По этому поводу Дж. Стиглиц писал: «Элиты, которые выполняли роль институциональных агентов, представлявших широкие слои избирателей в республиках бывшего Советского Союза, оказались во многих случаях неспособными противостоять искушению захватывать все, что только можно. Они в огромной степени утратили доверие общества. Те, кто должен обеспечивать соблюдение агентских отношений и других обязательств, зачастую сами являются частью проблемы»<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> Вопросы экономики, 1999, № 7, с. 14.

<sup>135</sup> Вопросы экономики, 1999, № 7, с. 17.



В ПСС стоит задача сокращения пирамидальных агентских связей между принципалами и агентами. Опыт показал, что, чем короче агентская цепь, тем проще решить проблему эффективного корпоративного управления.

Исследования проблем корпоративного управления западными экономистами и учеными переходных экономик показывают, что в разных странах существуют системные различия в концентрации собственности, уровне развития рынка капиталов, значении прав голосования акционеров, использовании финансирования за счет внешних источников. Эти различия, по-видимому, тесно коррелируют со степенью защиты прав миноритарных акционеров. В свою очередь степень такой защиты зависит от специфики правовой системы данной страны. Правовые системы, основанные на прецедентном праве (как в Англии и США), видимо, заметно превосходят юридические системы, в основе которых лежит гражданское право (как во Франции и Германии) в отношении защиты инвесторов и стимулирования развития рынка капиталов и рассредоточения собственности. Было установлено, что глубина и ликвидность рынков ценных бумаг прямо связаны с качеством правовой защиты акционеров. Вследствие того, что природа и качество такой защиты значительно разнятся в отдельных странах, компании подразделяются на две соперничающие группы: в одних собственность рассеяна, в других сконцентрирована в руках немногих акционеров. И с этим связаны во многом различия в структуре корпоративного управления.

При оценке «качества» корпоративного управления важными являются вопросы, касающиеся правовой защиты миноритарных акционеров, с одной стороны, и о том, может ли государственное регулирование быть в этой области более эффективным, чем контрактные отношения между частными лицами, с другой. При этом один из существенных аспектов проблемы заключается в выяснении значения различий в акционерном праве и практике правоприменения с точки зрения их роли в защите прав акционеров.

Другое важное обстоятельство, относящееся непосредственно к ПСС, состоит в оценке роли различий в акционерном

праве и уровне регулирования рынка ценных бумаг для защиты прав миноритарных акционеров и инвесторов вообще. В связи с этим возникает принципиальный вопрос: обеспечивают ли законы данной страны необходимые нормы в области раскрытия информации и прозрачности рынка, ограничения незаконной торговли ценными бумагами на основе инсайдерской информации, регулирования поглощений и борьбы за контроль над предприятиями? Если обеспечивает, то, видимо, можно считать, что уязвимость акционеров к операциям менеджеров компаний в собственных интересах имеет лишь подчиненное значение. Сравнение опыта Польши и Чехии в известной мере подтверждает это предположение. Однако в то же время анализ опыта Чехии показывает, что недостатки чешского акционерного права способствовали систематическому разграблению чешских компаний контролирующими их акционерами.

Даже если пока еще не полностью определены достаточные средства правовой защиты, имеющиеся факты дают убедительные основания считать, что соответствующая правовая база способствовала дисперсии собственности, в то время как другие правовые условия не обеспечивали стабильности такого рассредоточения собственности и обуславливали его временный характер. Этот фактор, очевидно, влияет на специфику корпоративного управления и фондового рынка. В современной литературе по правовым вопросам корпоративного управления часто можно встретить мнение, что регулирование фондового рынка не является необходимым и что роль акционерного и корпоративного права состоит лишь в том, чтобы предложить образец контракта для инвесторов, позволяющий им экономить на агентских издержках. Точка зрения, что регулирование фондового рынка не нужно или даже вредно, основана на двух аргументах: во-первых, стороны контрактных отношений (например, менеджеры и акционеры) могут заключать контракты, которые являются гораздо более детальными и лучше отвечающими их потребностям, чем стандартизированные нормы регулирования, применяемые соответствующим органом. Во-вторых, менеджеры заинтересованы в минимизации агентских издержек и максимизации стоимости своих акций и поэтому отказываются от намерений и возможно-

сти присвоения активов инвесторов компании и обязуются служить им верой и правдой.

Однако, если учесть положения теорий общественного выбора о группах по интересам и рентоориентированном поведении, то приведенные аргументы не являются достаточно убедительными и не объясняют, почему регулирование рынка ценных бумаг продолжает играть столь существенную роль в арсенале средств воздействия государства на экономику, почему существует такая тесная корреляция между уровнем развития рынка капитала данной страны и характером ее правовой системы.

Более логичный вывод состоит в том, что закон действительно очень важен и регулирование фондового рынка может способствовать обеспечению его эффективности больше, чем использование только контрактных отношений. Частные контрактные отношения и добровольное раскрытие информации сами по себе не в состоянии обеспечить степень ее раскрытия, необходимую для функционирования активных рынков ценных бумаг.

После этих общих соображений рассмотрим весьма поучительный для других постсоциалистических стран опыт Чехии и Польши.

В 1995 г. на Пражской фондовой бирже котировалось 1716 акций. При относительно низкой инфляции и почти полной занятости казалось, что макроэкономическая ситуация позволяла осуществить плавный переход к рыночной экономике. Однако в начале 1999 г. число котируемых акций упало до 301 и, по оценкам экспертов, ликвидными из них были не более 10. (Одна из причин такого сокращения состоит в том, что на старте приватизации на бирже отсутствовали подлинные стандарты листинга, и акции большинства компаний получили котировки. Затем такие стандарты были введены, и множество акций было лишено котировок, чтобы сохранить хоть какое-то доверие к рынку). Жизнь биржи оказалась под угрозой. Если в 1997 г. на ней работало 1486 брокеров, то в середине 1999 г. их было только 358.

Что же произошло? Главная ошибка чешской приватизации, как уже отмечалось, состояла в том, что фондовый рынок развивался стихийно просто потому, что ваучерная приватизация

создала рассеянную собственность. При этом чешские реформаторы рассчитывали, что активный вторичный рынок возникнет сам собой. В то время либеральное правительство было против какого-либо регулирования фондового рынка. На первых порах все были настроены очень оптимистично. Вплоть до 1995 г. цены акций росли. Но затем после серии скандалов чешский мыльный пузырь начал лопаться. Иностранные портфельные инвесторы стали уходить с рынка. В 1998 г. страна вступила в рецессию. В начале этого года правительство, наконец, обратило внимание на регулирование фондового рынка - была создана Комиссия по рынку ценных бумаг.

За массовым уходом инвесторов с фондового рынка стоит утрата их доверия. Многочисленные мелкие акционеры были свидетелями повсеместного растаскивания акций из инвестиционных фондов и систематического использования в своих интересах миноритарных акционеров в сферах, где контроль оказался в руках какой-либо группы менеджеров и крупных акционеров. В результате этого мелкие держатели акций стали продавать их и направлять сбережения в другие формы инвестиций. Если в начале массовой приватизации акциями владели более 7 млн. граждан, то в 1999 г. число акционеров сократилось до 5 млн.<sup>136</sup>

Если чешский опыт можно рассматривать как пример провала фондового рынка из-за недостатков правовой системы и корпоративного управления, то необходимо выяснить, что же конкретно привело к такому плачевному результату, прежде всего к потере доверия инвесторов к чешскому рынку. Это резко контрастирует с опытом соседней Польши, где процесс приватизации шел медленнее, где ее предпосылками были более строгие требования к раскрытию информации и корпоративному управлению.

Прежде всего, как уже отмечалось, подходы к приватизации в Польше и Чехии были совершенно разными. Если в Чехии, которая буквально ринулась в приватизацию в начале 90-х годов,

---

<sup>136</sup> John C. Coffee, *Iz. Privatization and Corporate Governance: The Lessons from Securities Markets Failure*. Paper presented at a conference at Law Columbia University on September 23 and 24, 1999, p.20.

государственное регулирование и контроль стали применяться лишь *post factum* после ряда неурядиц и скандалов, то в Польше проводилась совсем другая политика. Во время первой волны в Чехии была приватизирована 1491 компания, во время второй волны - 861. В результате этого доля частного сектора в ВВП повысилась с 12% в 1990 г. до 74% в 1996 г. В Польше сначала были приватизированы только 500 предприятий и при этом в увязке с созданием национальных инвестиционных фондов (НИФ), которые контролировали поведение менеджеров каждой приватизированной фирмы. Не полагаясь на то, что вторичный рынок акций будет развиваться стихийно, в Польше рассматривали ваучерные инвестиционные фонды как механизм обеспечения прав акционеров в условиях массовой приватизации. Для осуществления реального контроля со стороны созданных государством инвестиционных фондов над приватизированными предприятиями было запрещено создавать частные инвестиционные фонды (которые сразу возникли в Чехии), а гражданам не разрешалось вкладывать свои средства непосредственно в активы приватизированных фирм. По закону они могли использовать свои приватизационные сертификаты только через государственных финансовых посредников - НИФы. Сначала их было только 15, и каждый имел контролирующее участие в 33,3% акций в приватизированных предприятиях.

Каждый НИФ нанимал управленческую фирму для осуществления реструктуризации тех компаний, где фонд имел контрольный пакет. При этом предпочтение часто отдавалось заказным менеджерам. Таким образом, в Польше с помощью НИФ осуществлялась постепенная замена государственной собственности частной при одновременном внедрении эффективного корпоративного управления, одной из главных задач которого была реструктуризация предприятий.

Результатом такого подхода к приватизации в Польше было более медленное, чем в Чехии, формирование фондового рынка, оборот которого сначала был незначительным. В Чехии сильным импульсом для стихийного развития этого рынка стали частные инвестиционные фонды (две волны чешской приватизации

сопровождались созданием более 600 таких фондов), деятельность которых можно было регулировать лишь впоследствии.

В ходе приватизации и создания основ фондового рынка Чехия столкнулась с рядом серьезных проблем, которые, в конечном счете, были связаны с недостатками правовой системы. Прежде всего, речь идет о том, что в первые годы почти полностью отсутствовала прозрачность фондового рынка. Поскольку торговля акциями не была централизована и не требовалось обязательной немедленной информации о ценах сделок вне Пражской фондовой биржи, имелись данные лишь о ценах, которые участники рынка хотели сообщать. Большинство сделок совершалось вне биржи. Тем более, что, как уже было отмечено, до 1998 г. в Чехии, в отличие от Польши и других стран, отсутствовал государственный орган регулирования фондового рынка, который требовал бы немедленной публикации цен по сделкам. В связи с этим иностранные инвесторы очень скоро стали сомневаться в том, что цены на бирже отражают реальную стоимость акций. В то же время более информированные участники рынка получали большую выгоду, чем на информационно эффективном рынке.

Другая проблема состояла в том, что самые крупные инвестиционные фонды были созданы главными чешскими коммерческими и сберегательными банками, заинтересованными в том, чтобы ваучеры от населения поступали к ним. А банки стремились иметь участия в возможно большем числе фирм. Это препятствовало решению проблем, связанных с рассеиванием собственности (в частности, развитию эффективного корпоративного управления) и в то же время создавало отношения «перекрестной собственности», изолирующие банки от возможных поглощений. Наконец, большинство приватизационных фондов (связанных и не связанных с банками) предпочитало обращать главное внимание на торговлю активами, а не на реструктуризацию часто нерентабельных компаний. Непрозрачный рынок и привилегированное положение инсайдеров делали эти операции очень выгодными, но постоянно порождали скандалы, связанные с инсайдерской торговлей.

Если связанные с банками инвестиционные фонды были очень пассивны в осуществлении реструктуризации и формирования корпоративного управления, то не связанные с банками фонды в этом смысле вели себя еще хуже. В результате, если во время первой волны приватизации обанкротилось 3% этих фондов, то во время второй приватизационной волны банкротства участились, и примерно в десяти фондах (на которые приходилось более 20% рыночной капитализации) было введено внешнее управление. Главной причиной этого было растаскивание активов, увод их от какого-либо контроля. Такая возможность широко использовалась с помощью превращения инвестиционных фондов (деятельность которых регулировалась законом) в холдинговые компании, операции которых не регулировались законом.

В Польше с первых шагов в области приватизации и создания фондового рынка требовалось раскрытие информации компаниями и соблюдение их менеджерами стандартов, обеспечивающих доверие к ним со стороны акционеров и рынка.

Торговля акциями была сосредоточена на Варшавской фондовой бирже, а прозрачность цен, по-видимому, никогда не была серьезной проблемой. Польские стандарты раскрытия информации получили высокий международный рейтинг.

Менеджмент польских НИФ был гораздо более активным в осуществлении реструктуризации приватизируемых предприятий.

Позитивные результаты «польской модели» приватизации, формирования фондового рынка и корпоративного управления нашли свое наиболее убедительное отражение в продаже акций на бирже за наличные. Если в 1991-1998 гг. ни одна приватизированная чешская компания не продавала свои акции за наличные, то в Польше, напротив, около 50 компаний осуществляло такие операции<sup>137</sup>.

---

<sup>137</sup> Jonson S., Shleiter A. The Regulation and Development of Securities Markets in Poland and the Czech Republic. (Working Paper, September 1999, p.26).

Следует еще раз подчеркнуть, что более высокое качество корпоративного управления в Польше, чем в Чехии, в 90-е годы, помимо других причин, во многом связано с более эффективным регулированием рынка ценных бумаг (поскольку системы корпоративного права в обеих странах, основанные на немецком гражданском праве, мало чем отличаются друг от друга), которое запрещает инсайдерскую торговлю, требует прозрачности отношений собственности и ограничивает поглощения компаний. Все это гораздо более действенно защищает права и интересы миноритарных акционеров от экспроприации или ущемляющего их контроля со стороны крупных акционеров, чем нормы корпоративного права. Именно такую роль играли польские НИФ.

Сочетание законодательной защиты прав собственности, эффективного корпоративного управления и регулирования фондового рынка - это основные факторы, способствующие наряду с экономическими, политическими, психологическими условиями обеспечению доверия инвесторов к ценным бумагам и рынку данной страны. Степень такого доверия является важнейшей основой жизнеспособности и дальнейшего развития фондового рынка. При этом инвесторы исходят не из теоретических соображений, а руководствуются прежде всего опытом и здравым смыслом. Поэтому так отпугивают разного рода скандалы, связанные с непоследовательностью политики государства на фондовом рынке, нарушениями прав акционеров, финансовыми махинациями менеджеров и другими фактами, которые свидетельствуют о неблагоприятном положении в приватизированных компаниях.

В условиях глобализации финансовых рынков и инвестиционных процессов, обострения конкуренции за инвестиции возникла необходимость применения общих правил, дающих инвесторам возможность получить полное представление об управлении компаниями, в которые они собираются вкладывать свои средства. Такие общепризнанные правила имеют принципиальное значение для привлечения иностранных инвестиций в постсоциалистические страны, обеспечения доверия зарубежных и отечественных инвесторов. Такие правила и принципы находят свое отражение в кодексах корпоративного управления, приня-



тых в последние годы во многих развитых и развивающихся странах. В их создании участвуют правительственные и негосударственные органы и бизнес. При этом деятельность государственных органов направлена на совершенствование законодательства для закрепления определенных стандартов раскрытия информации и защиты прав акционеров, а специалисты из деловых кругов разрабатывают правила и процедуры корпоративного управления, которые были бы приняты экономическими агентами и отвечали признанным международным принципам.

Примерами кодексов корпоративного управления и подобных им сводов правил управления развитых стран могут служить «Кодекс Кэдбери» (Великобритания, 1991 г.), «Основные направления и проблемы корпоративного управления» (подготовленные в 1994 г. советом директоров Дженерал Моторс»), «Основные принципы и направления корпоративного управления в США» (разработанные одним из крупных институциональных инвесторов - Калифорнийским пенсионным фондом гражданских служащих в отставке). В развивающихся странах подобными документами являются, например, «Кодекс надлежащей практики» (Бразилия, 1999 г.), «Кодекс рекомендуемого корпоративного управления» (Индия, 1998 г.), «Кодекс образцовой практики» (Мексика, 1999 г.)<sup>138</sup> и другие.

В одних странах такой кодекс является частью комплекса обязательных условий, которые компания должна выполнить, чтобы ее ценные бумаги получили котировку на бирже. Обычно это касается прежде всего раскрытия информации. В других государствах положения кодексов имеют часто рекомендательный характер. «В странах с развивающимися рынками в кодексах корпоративного управления наибольшее внимание уделяется базовым принципам (например, справедливому отношению к акционерам, раскрытию информации о собственной компании и финансовых показателях, процедуре годового собрания акционеров, которые в развитых странах закреплены в нормативно-правовой базе или законодательстве, регулирующем рынок цен-

---

<sup>138</sup> Подробнее см.: Рынок ценных бумаг, 2000, №17, с.57.

ных бумаг»<sup>139</sup>. Обычно в кодексах особое внимание уделяется рекомендациям совету директоров компаний в отношении организации, принципов и технологии его деятельности, поскольку именно этот орган считается главным в механизме корпоративного управления.

По уровню развития корпоративного управления Россия пока отстает от развитых стран ЦВЕ. Определенное представление об уровне корпоративного управления в России по сравнению с наиболее развитыми странами ЦВЕ дают следующие результаты независимой оценки «качества» корпоративного управления, проведенной в 1996 г. экспертами ЕБРР.

Таблица 9

**Итоги корпоративного управления**

	Польша	Венгрия	Чехия	Россия
<b>Раскрытие информации</b> Насколько строгие требования, заставляющие инвесторов информировать о крупных пакетах акций	****	**	*	*
<b>Прозрачность</b> Насколько точно зарегистрированные курсы акций отражают реальную рыночную стоимость	****	***	**	*
<b>Корпоративные доходы</b> Насколько точны требования отчетности по корпоративным доходам	****	***	***	*
<b>Защита</b> Насколько хорошо мелкие акционеры защищены от злоупотреблений со стороны владельцев крупных пакетов акций. Незаконные операции с ценными бумагами на основе «внутренней» информации о компании. Насколько свободен рынок от такой деятельности	*** ***	** **	** **	* *

\*\*\*\* превосходный результат; \*\*\* хороший;

\*\* удовлетворительный; \* плохой.

Источник: Колодко Г. Нути М. Польская альтернатива. М.: ИМЭПИ РАН, 1997, с.53.

<sup>139</sup> Там же, с.55-58.

Актуальность необходимости развития эффективного корпоративного управления все более осознается и в России. Председатель ФКЦБ И.Костиков считает, что проблемы корпоративного управления являются главным препятствием для инвестиционного процесса в нашей стране. В связи с этим в октябре 2000 г. ФКЦБ начала осуществлять программу по улучшению корпоративного управления. Ее основная цель - кардинальное улучшение имиджа России в этой области в целях снижения риска инвестиций. Над программой работают законодатели, регуляторы и участники рынка ценных бумаг. Одним из этапов этой программы является принятие кодекса корпоративного поведения (управления). Его идея обсуждалась с представителями Всемирного банка, ЕБРР и Международной финансовой корпорации. В середине 2001 г. были разработаны основные положения Кодекса. Документ носит рекомендательный характер, но на его основе будут вноситься поправки в решения ФКЦБ и федеральные законы.

Целью создания документа является определение ответственности всех участников процесса. Известно, что в коммерческих организациях постоянно возникают конфликты из-за нечетко прописанной процедуры деятельности этих обществ. Наиболее частыми являются коллизии при проведении собраний акционеров, так как многие процедурные вопросы взаимоотношений акционеров до сих пор не отрегулированы и не узаконены.

Не до конца прописана и ответственность совета директоров перед всеми акционерами, включая миноритарных. Кроме того, многие проблемы возникают из-за того, что часто совет директоров предприятий не может вмешиваться в деятельность менеджмента. Особенно это касается фигуры генерального директора, который зачастую наделен такими функциями, которые позволяют проводить решения вопреки воле совета директоров и акционеров предприятия.

Решение всех этих проблем прописано в главах кодекса, в частности в разделах, посвященных совету директоров и принятию корпоративных решений. Однако составители кодекса пошли дальше. Впервые в российской практике вводится должность секретаря общества. Его функция заключается в контроле

за соблюдением процедуры отношений совета директоров с исполнительным органом, в частности с генеральным директором.

В Кодексе также трактуются такие виды деятельности общества, как проведение аудита, предоставление информации, выплата дивидендов. По словам главы ФКЦБ, совместно с Министерством финансов была проведена большая работа, чтобы исключить случаи нарушений при выплате дивидендов, в том числе задержки их выдачи.

Общая задача, которую преследовали составители кодекса, заключается в том, чтобы у рядового инвестора наконец-таки появилась возможность беспрепятственно получать достоверную информацию о деятельности общества, чьи акции он покупает. Покупатель, то есть акционер, должен быть уверен в том, что покупаемый им товар (акции) соответствует определенному стандарту и обладание этим товаром гарантирует заявленные права. И если у покупателей появится доверие к российским акциям, то ценные бумаги станут ему интересны, вследствие чего начнется оживление на фондовом рынке.

Конечно же, вряд ли после этого мы будем наблюдать утопическую не только для России, но и для всего мира картину, когда миноритарные акционеры доверяют советам директоров и менеджерам предприятий, а те, в свою очередь, открыто исполняют свои обязанности. Однако разработка такого документа является безусловным шагом вперед по пути к стандартизации и упорядочению деятельности акционерных обществ.

Принятие такого Кодекса может стать первой ласточкой для постсоциалистических стран и, очевидно, будет способствовать повышению международного инвестиционного рейтинга России, одним из основных критериев которого является уровень корпоративного управления.

### **3.2. Роль фондового рынка в финансировании дефицита бюджета и внутреннего долга**

В странах с развитой рыночной экономикой государство постоянно использует рынок ценных бумаг как механизм и источник финансирования государственных расходов и дефицита

бюджета и государственного долга. В условиях трансформации по мере формирования рыночной системы хозяйства, становления фондового рынка эта форма взаимодействия государства и рынка также получает свое развитие. Государственный бюджет является в этих странах одним из финансовых рычагов правительства при проведении экономической политики. Рынок государственных ценных бумаг становится важным сегментом фондового рынка.

Проблема финансирования дефицита государственного бюджета является одной из центральных проблем переходного периода, поскольку с ней тесно связаны возможности обеспечения стабильности национальной валюты, экономического роста и социального прогресса. Радикальные преобразования (особенно на начальном этапе системной трансформации) обычно сопровождаются постоянным значительным превышением государственных расходов над доходами. Доходы бюджета сокращаются под влиянием спада в реальном секторе, снижения его эффективности, структурной ломки, долларизации экономики (вызывающей сужение налогооблагаемой базы), бегства капитала, неплатежей и бартера. Все эти причины снижают собираемость налогов и подрывают доходную часть государственного бюджета. В то же время системная трансформация требует постоянного существенного увеличения государственных расходов. Следствием этого является постоянный дефицит государственного бюджета (см. табл. 10). Из таблицы видно, что (за исключением профицита бюджета Чехии в 1994-1995 гг.) во всех перечисленных в ней странах имел место дефицит бюджета (это характерно и для других постсоциалистических стран), хотя в некоторых из них просматривается тенденция к снижению относительного размера дефицита.

Более глубокие причины дефицита государственного бюджета, особенно в первые годы трансформации, связаны с тем, что в этот период прежняя политика централизованного государства, направленная на увеличение сбережений и инвестиций, уже «не работает», а новые институты, призванные реализовывать эти же цели, еще только формируются. Реальные доходы домашних хозяйств сокращаются, правда несколько медленнее, чем производ-

ство. Это объясняется тем, что инвестиции в реальный сектор уменьшаются быстрее, чем ВВП.

**Таблица 10**  
**Дефицит бюджета**  
**отдельных постсоциалистических стран**  
**(в % от ВВП)**

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Болгария	6,1	6,6	10,5	3,1	0,9	2,8
Венгрия	9,6	6,2	3,3	4,6	6,5	4,0
Румыния	4,2	4,1	5,7	4,5	4,0	2,0
Польша	3,6	3,3	3,4	2,6	2,4	2,1
Словакия	5,0	0,9	1,4	2,3	2,7	2,5
Чехия	+0,8	+0,3 <sup>1)</sup>	0,7	1,2	1,9	2,5
Азербайджан	11,4	4,3	2,6	1,7	4,3	3,1
Армения	16,4	9,6	8,6	5,9	2,0	6,1
Грузия	16,5	5,3	4,5	4,1	1,5	-
Молдавия	7,7	5,7	9,3	7,6	-	-
Россия	3,4	4,6	9,4	3,3	4,2	4,0
Узбекистан	7,1	4,0	7,0	-	-	-
Украина	8,9	6,8	4,9	6,7	2,0	1,0

<sup>1)</sup> Доля профицита бюджета в ВВП

*Источник:* Wirtschaftslage und Reformprozesse in Mittl- und Osteuropa, Berlin 1998; Osteuropa-Institut München Working Papers, 1999, April, N 218.

Такая динамика накопления и потребления ослабляет финансовую основу экономики и доходной части бюджета, формируемой в основном за счет налогов с предприятий и потребителей. При постоянном дефиците бюджета возникает проблема соотношения основных источников финансирования государственных расходов, дефицита бюджета и государственного долга, представляющего собой общую сумму задолженности государства по внутренним и внешним займам, процентов по ним и неплатежам.

В качестве источников финансирования дефицита бюджета и внутреннего государственного долга, как известно, могут вы-

ступать кредиты центрального банка (кредитная эмиссия), повышение налогов, заимствования на внутреннем и внешнем финансовых рынках, продажа государственной собственности. От гибкого использования этих источников во многом зависит состояние государственных финансов, устойчивость национальной валюты и состояние экономики в целом.

Эмиссия денег может применяться как источник финансирования государственных расходов (и это однозначно подтверждает многолетний исторический опыт) лишь как крайнее средство и в ограниченных масштабах, поскольку она неминуемо ведет к повышению темпа инфляции со всеми вытекающими отсюда социально-экономическими последствиями.

Использование налогов для финансирования дефицита бюджета и государственного долга сопряжено с рядом ограничений, сложных экономических и социальных проблем. Дело в том, что система налогообложения прямо связано с формированием капитала, инвестициями, экономическим ростом и уровнем жизни граждан. Эти проблемы существуют и в развитых рыночных экономиках, однако в условиях трансформации находить их решение гораздо сложнее, учитывая прежде всего слабость реального сектора многих постсоциалистических стран, их институциональную неподготовленность и отсутствие необходимого опыта в проведении взвешенной фискальной политики в рамках конструктивной экономической политики в целом. Одним из главных вопросов является определение оптимального уровня налогов. Чрезмерное повышение налогов может привести к снижению инвестиций и возможностей обеспечения экономического роста. В то же время слишком низкие налоги могут ослабить государственные финансы, способность государства финансировать текущие расходы и обслуживать внутренний и внешний долг. Вместе с тем необходимо учитывать следующее обстоятельство, на которое обращает внимание польский экономист Г.Колодко: «Чем меньше собирается налогов при конкретной сумме государственных расходов, тем сильнее эффект «вытеснения»: дефицит государственного бюджета покрывается посредством правительственных займов на финансовом рынке, но это начинает вытеснять частный бизнес с рынка, поскольку кредиты

становятся все более дорогостоящими из-за высокой процентной ставки. Фактически, независимо от источников финансирования, будь то налоги, займы или денежная экспансия, государственные расходы, как правило, оттесняют частные, и следующая за этим инфляция снижает реальную ценность ликвидных активов частного сектора»<sup>140</sup>.

Очевидно, что это обстоятельство имеет принципиальное значение с точки зрения проведения рыночных реформ.

Искусство осуществления экономической политики состоит в нахождении золотой середины при определении оптимального уровня налогообложения в определенных социально-экономических условиях трансформируемой экономики конкретной страны. При этом такой уровень обычно выявляется в результате компромисса между экономикой и политикой, но во многом зависит от состояния экономики страны в данный момент. Политические соображения, влияющие на выбор уровня налогообложения, связаны со степенью социальной напряженности, с политической структурой общества, зрелостью демократии, механизмами общественного обсуждения этой проблемы, традициями, ролью профсоюзов, культурой проведения переговоров между представителями различных слоев населения и властями.

Наиболее экономически «естественным» и оправданным является финансирование дефицита бюджета и государственного долга с помощью размещаемых на рынке ценных бумаг, государственных займов, а в переходных экономиках также за счет средств, полученных от приватизации государственной собственности. В этих случаях не происходит увеличения денежной массы, а мобилизуются уже имеющиеся в стране деньги. Поэтому эти способы финансирования государственных расходов являются неинфляционными.

В рамках замкнутого потока платежей в экономике (при этом мы отвлекаемся от внешних источников финансирования), связывающих сбережения, инвестиции и потребление (т.е. поступления и платежи между предприятиями, домохозяйствами и го-

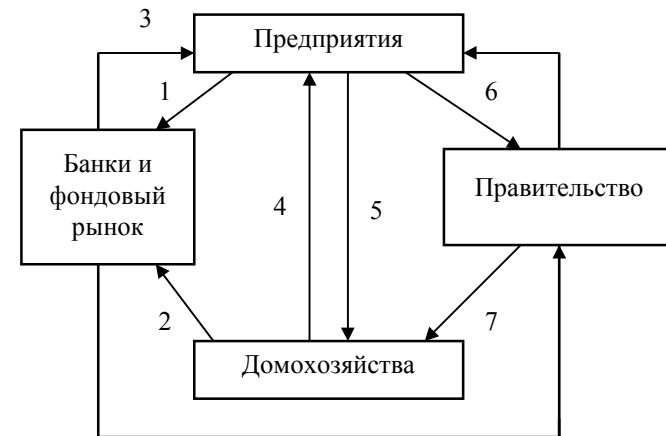
---

<sup>140</sup> Колодко Г., *Op.cit.*, с.171.



сударством), финансовый рынок (банки и рынок ценных бумаг) при финансировании бюджетного дефицита выступает как балансирующий элемент этой системы. Это показано на следующей упрощенной схеме.

### Замкнутый поток платежей в экономике



- 1 - средства предприятий;
- 2 - сбережения домохозяйств;
- 3 - инвестиции;
- 4 - оплата товаров и услуг;
- 5 - зарплата, дивиденды, рента;
- 6 - налоги;
- 7 - пенсии, другие социальные выплаты.

Использование сбережений для покрытия дефицита бюджета через механизм фондового рынка не нарушает равновесия между товарной и денежной массой и не приводит к росту цен.

За время трансформации ПСС прошли путь от использования прямого кредитования дефицита бюджета центральными банками до его финансирования через рынок ценных бумаг, как это делается в странах с развитой рыночной экономикой. В западных странах предоставление кредитов правительству цен-

тральным банком строго ограничивается законом. Например, в ФРГ согласно ст.620 Закона о Немецком федеральном банке в середине 90-х годов лимит кредитования федерального уровня был установлен в 6,6 млрд.марок, а земель (включая новые федеральные земли) - в 3,3 млрд.марок<sup>141</sup>. Кроме того, небольшие лимиты имеют специальные фонды федерации (Федеральная железная дорога, почта, Фонд реконструкции и развития). При этом важно, что эти пределы кредитования не являются обоснованием права соответствующего учреждения на кредит Бундесбанка. Они обозначают только верхнюю границу такого кредитования. Следует отметить, что такие кредиты могут использоваться лишь как *кассовые* кредиты, т.е. для покрытия краткосрочных кассовых «разрывов» между платежами и поступлениями при исполнении бюджета. Кроме того, Бундесбанк не имеет права покупать долговые обязательства, выпущенные государственными учреждениями, непосредственно у должников, а только на открытом рынке по соответствующим рыночным условиям. Приобретение таких бумаг разрешается Бундесбанку только для регулирования денежного рынка, влияния на ликвидность коммерческих банков и уровень процентной ставки на денежном рынке.

Жесткие ограничения (или запрет) кредитования дефицита бюджета центральными банками установлены законом и в пост-социалистических странах.

Так, в ст.22 Закона «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» в редакции от 8 июля 1999 г. ему запрещается выдавать такие кредиты. В ней сказано: «Банк России не вправе предоставлять кредиты Правительству Российской Федерации для финансирования бюджетного дефицита, покупать государственные ценные бумаги при их первичном размещении, за исключением тех случаев, когда это предусматривается федеральным законом о федеральном бюджете.

Банк России не вправе предоставлять кредиты на финансирование дефицитов бюджетов субъектов Российской Федерации,

---

<sup>141</sup> Немецкий федеральный банк. Денежная политика. Франкфурт-на-Майне: окт. 1995, с.38.

местных бюджетов и бюджетов государственных внебюджетных фондов».<sup>142</sup>

В более ранней редакции этого Закона (середине 1994 г.) в ст.29 было сказано, что «Банк России может предоставить Министерству финансов по просьбе правительства кредит сроком до трех месяцев под обеспечение в сумме не свыше расходов федерального бюджета в предшествующем месяце»<sup>143</sup>.

В середине 90-х годов централизованное кредитование дефицита бюджета Банком России было сокращено, а затем прекратилось. В целом в первой половине 90-х годов за счет кредитов Банка России покрывалось 12-13% дефицита бюджета (а за счет внешних займов более 50%).

В первые годы второй половины 90-х годов основными источниками покрытия бюджетного дефицита стали ГКО и неналоговые доходы (к ним относится выручка от продажи золотовалютных резервов, доходы от внешнеэкономической деятельности государства, поступления средств во внебюджетные фонды и доходы от приватизации). Доходы от ГКО заметно возросли в 1996 г. в результате того, что нерезиденты получили доступ на рынок этих государственных бумаг.

В бюджете 1997 г. бюджетный дефицит финансировался примерно на 51% из внутренних источников (в значительной мере за счет выпусков ГКО) и на 49% - из внешних поступлений в основном от кредитов коммерческих банков и международных финансовых организаций.

Озабоченное проблемой хронического дефицита бюджета правительство в августе 1997 г. своим постановлением утвердило Программу сокращения дефицита федерального бюджета на 1998-2000 годы. В нем было предписано, что «Министерству финансов Российской Федерации предусматривать при подготовке проектов федерального бюджета на 1998-2000 гг. предельные величины дефицита федерального бюджета, утвержденные настоящим постановлением». (Они были определены в 4,4% от

---

<sup>142</sup> Тосунян Г.А., Викулин А.Ю. Банковское право России. Понятийный аппарат и словарь нормативных определений. М.: Юрист, 2000, с.336.

<sup>143</sup> Деньги и кредит, 1994, № 1, с.16.

ВВП в 1999 г. и в 3,5% в 2000 г.) В программе было предусмотрено «обеспечить достижение реального роста валового внутреннего продукта к 2000 г. в размере 5% за счет стимулирования инвестирования финансовых ресурсов в реальный сектор экономики». Эти документы составлены в форме военного приказа. Они вызывали много недоуменных вопросов. И один из главных состоял в том, можно ли планировать дефицит бюджета, не составив обоснованного среднесрочного экономического прогноза, тем более, что до сих пор даже краткосрочные прогнозы не оправдывались.

Финансовый крах 17 августа 1998 г. перечеркнул все эти благие намерения. Хотя кризис по своей природе был прежде всего валютным, его бюджетно-долговая составляющая сыграла весьма существенную роль и усугубила неблагоприятные для экономики последствия.

При стремительном падении доходов бюджета правительство сумело резко сократить расходы. Вместе с тем операции на рынке ГКО давали возможность финансировать бюджетный дефицит за счет займов у банков (в конечном счете - у граждан) без увеличения денежной эмиссии. В результате этого темпы инфляции снизились с 6% в месяц в середине 1995 г. до 6% в год в середине 1998г. Однако, как будет показано в разделе 1 гл. IV, поддержание завышенного курса рубля к доллару привело к августовскому кризису.

Коммерческие банки кредитовали правительство, покупая ГКО-ОФЗ. На конец октября 1997 г. долг по этим облигациям составил 375,3 трлн.руб., почти сравнявшись с денежной массой.<sup>144</sup> Но для погашения долга по выпущенным облигациям приходится эмитировать новые облигации на все возрастающие суммы. Принципиальная ошибка финансовой политики состояла в том, что средства от размещения ГКО-ОФЗ «крутились» в круге спекулятивных операций на финансовом рынке, минуя реальный сектор, который задыхался от нехватки денег и неплатежей. Эта финансовая «пирамида» была обречена на обрушение, поскольку при спаде производства и завышенном курсе рубля валютные

---

<sup>144</sup> Правда, 1997, 17 декабря.

резервы страны были поставлены на грань истощения, резко обострилась проблема обслуживания государственного долга. Правда, все это не было достаточным основанием для объявления дефолта. Вместо того, чтобы еще в конце 1997 г. ввести более гибкий режим валютного курса (например, наклонный коридор), Банк России зафиксировал курс и предпочел повышать доходность государственных облигаций.

В результате августовских потрясений рынок государственных ценных бумаг был парализован и на какое-то время перестал быть источником финансирования дефицита государственного бюджета. В бюджетах 1999-2000 гг. рынок государственных бумаг практически не использовался для этой цели. Основное внимание в 1999 г. правительство уделяло реструктуризации и погашению государственного долга по ГКО-ОФЗ, замороженного в августе 1998 г. Балансирование доходов и расходов бюджета в эти годы осуществлялось прежде всего за счет увеличения сбора налогов, а также недофинансирования ряда важных расходных статей. В 2001 г. впервые за постсоветские годы бюджет должен быть бездефицитным. В случае появления дефицита главным источником его покрытия могли бы стать заимствования на внутреннем рынке. Однако «бюджет составлен таким образом, чтобы балансировать ресурсы и стимулировать потенциальных инвесторов не вкладывать средства в ценные бумаги правительства, а направлять их в экономику»<sup>145</sup>.

Кризис 1998 г. привел к тому, что было подорвано взаимодействие государственного бюджета и фондового рынка. Его налаживание будет зависеть прежде всего от восстановления доверия инвесторов к российскому правительству, его обязательствам, экономической политике, банкам, рублю и самому рынку ценных бумаг. Возникла принципиально важная проблема «реабилитации» всей финансовой системы страны (и фондового рынка как ее важнейшей части) на новой основе. Некоторые ее важнейшие аспекты рассмотрены в гл. V, в том числе касающиеся повышения ее роли в качестве фактора экономического роста. В отношении фондового рынка на первый план вышли задачи со-

---

<sup>145</sup> Эксперт, 2000, 4 сентября, с.11.

вершенствования его правовой базы, регулирования, расширения круга участников и применяемых финансовых инструментов.

В Венгрии в 90-е годы применялся комбинированный способ покрытия бюджетного дефицита - за счет кредитов ВНБ (которые первоначально не должны были превышать 3% доходов бюджета, а с 1993 г. эта доля была снижена до 2%), а также с помощью выпуска государственных долговых обязательств. При этом по Закону взаимно увязывался объем средств, используемых для финансирования дефицита в рамках первого и второго источника. С 1996 г. в соответствии с Законом о ВНБ (редакция 1996 г.) ему запрещено кредитовать бюджет<sup>146</sup>. Однако на практике кредиты ВНБ продолжали использоваться для финансирования дефицита бюджета. В 1997-1998 гг. их доля в его покрытии составляла 9-10%.<sup>147</sup>

В 1992 г. в связи с резким увеличением бюджетного дефицита венгерское правительство, как уже отмечалось, начало широкомасштабный выпуск государственных ценных бумаг, за счет чего удалось практически полностью обеспечить финансирование дефицита бюджета, почти втрое превысившего запланированный уровень, избежав при этом увеличения эмиссии, инфляции, роста внешней задолженности. Реализация государственных облигаций с начала 1992 г. стала проводиться в рамках разработанной на основе практики западных стран программы «последовательных продаж». ВНБ по согласованию с Министерством финансов определял текущую потребность в привлечении заемных средств и через брокерские конторы Будапештской фондовой биржи (БФБ) продавал облигации как юридическим, так и физическим лицам. Эти ценные бумаги выпускались сроком на 3 года, процент-брутто составлял 21,5%, реальный процент (процент брутто минус норма инфляции) был значительно ниже. Основной интерес к облигациям, проявленный со стороны фининститутов объяснялся не столько благоприятными условиями, сколько возможностью спекуляций на быстро сформировавшемся вторичном

---

<sup>146</sup> Банки в переходных экономиках. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1998, с.42.

<sup>147</sup> Magyar nemzeti bank. Eves jelentés 1998, 56. old.

рынке, где их курс был значительно выше номинала. Среди населения эта форма внутреннего государственного займа не получила распространения (ввиду трудностей для мелких инвесторов анализа биржевой информации и необходимостью прибегать к помощи брокеров).

К середине 1992 г. в связи с ростом дефицита госбюджета были разработаны новые, более эффективные методы его финансирования. В результате Венгрия первой из восточноевропейских стран перешла к реализации государственных ценных бумаг через открытые аукционы.

На тренды ценных бумаг значительное влияние оказывает макроэкономическая ситуация, особенно это относится к бумагам, которые выпускаются для финансирования дефицита бюджета. В 1996-1997 гг., как только дефицит консолидированного бюджета снизился, выросли накопления, снизился уровень инфляции и инфляционные ожидания. Все это привело к снижению доходности государственных бумаг. Процентная ставка по облигациям снизилась в 1996 г. на 10 процентных пунктов - до 21% на конец года, в 1997 г. она составляла 16-18%. Все бóльшая доля государственных бумаг идет не через биржу. В 1994 г. их внебиржевой оборот в пять раз превосходил их оборот на бирже, в 1995 г. - уже в десять раз. Этому способствовал ВНБ, поскольку в течение 1995 г. в основном он был продавцом государственных облигаций и проводил эти продажи в основном помимо биржи.

Кроме снижения процентной ставки по государственным ценным бумагам в связи с улучшением общего экономического положения, изменилась и структура срочности бумаг: увеличились сроки размещения, этому способствовало и увеличение доли выпуска 6 и 12-ти месячных казначейских билетов, регулярный выпуск государственных облигаций с 7-летним сроком со ставкой процента, привязанной к темпу инфляции.

В последние годы XX века дефицит бюджета колебался в интервале 4-6% от ВВП (при допустимом уровне для вступления в ЕС в 3%). В связи с этим сохранял свое значение и фондовый рынок как важный источник финансирования превышения расходов над доходами. Доля государственных облигаций в ВВП

(которые использовались как для финансирования дефицита, так и внутреннего государственного долга) составляла 20-22%.

В Польше лимиты и условия кредитования бюджетного дефицита регулируются ежегодно принимаемыми Сеймом законами о госбюджете. К законам при этом прилагаются «основные направления и принципы денежно-кредитной политики Центрального банка на предстоящий год», также утверждаемые Сеймом. В отдельные годы, когда проблемы инфляции оказывались особенно острыми, кредитование бюджетного дефицита Центральным банком вообще запрещалось. Дефицит финансировался за счет выпуска государственных долговых обязательств, продаваемых на рыночных условиях. По мере снижения инфляции последние смягчались, возобновлялось кредитование бюджетного дефицита на условиях, приближенных к рыночным. В начале 90-х годов лимиты кредитования составляли 2-4% от суммы бюджетных расходов.

Для финансирования дефицита бюджета в Польше активно используются прежде всего государственные облигации (аналог ГКО), а также казначейские векселя. В проекте бюджета на 2000 г. при дефиците в 15,4 млрд. злотых для его покрытия было намечено эмитировать государственных облигаций на 9,5 млрд. злотых, что составляет более 60% от суммы дефицита<sup>148</sup>. Сроки государственных облигаций составляют от 1 до 10 лет. Основная масса государственных облигаций в конце 90-х годов принадлежала резидентам. По уровню дефицита государственного бюджета Польша уже с 1997 г. преодолела «планку» ЕС. В 1997-1999 гг. он составлял 2,1-2,6% от ВВП. По этому показателю, а также по доле государственного долга в ВВП, Польша обошла ряд стран ЦВЕ, претендующих на вступление в ЕС.

В Чехии в 1999 г. было запрещено финансирование дефицита бюджета за счет льготных кредитов. Условия этих кредитов переведены на коммерческую основу. Они выдаются на сроки не более 3 месяцев и в объеме не более 5% от суммы доходов бюджета за предыдущий год.

---

<sup>148</sup> Poland. International Economic Report. 1999-2000, Warsaw School of Economics, p.48.



В первой половине 90-х годов фондовый рынок страны мало использовался для финансирования дефицита бюджета, поскольку бюджет был почти бездефицитным. В этот период в отличие от других постсоциалистических стран заимствования на рынке государственных ценных бумаг осуществлялись для рефинансирования кредитов, предоставленных Чешским национальным банком (ЧНБ) для покрытия дефицитов бюджета, имевших место в конце 80-х и начале 90-х годов. Среди государственных ценных бумаг преобладают облигации сроком более 1 года. Во второй половине 90-х годов в связи с увеличением дефицита бюджета государственные заимствования на чешском рынке стали более активно использоваться для его финансирования, и правительство намерено сделать их главным источником обеспечения сбалансированности государственного бюджета.

В бывших союзных республиках, как и в странах ЦВЕ, законом предусматриваются ограничения или запрет финансирования бюджетного дефицита с помощью кредитов центрального банка. Правда, на практике установленные рамки и условия кредитования дефицита бюджета соблюдаются далеко не всегда.

В ряде стран СНГ (Белоруссии, Туркменистане, Таджикистане) кредиты центральных банков постоянно используются для финансирования бюджетного дефицита. Например, в Белоруссии фактически, по свидетельству «Белорусской газеты», Национальному банку «никто не запрещает финансировать дефицит бюджета и отдельные корпоративные проекты»<sup>149</sup>. В этих и других странах Содружества для покрытия бюджетного дефицита применяются и кредиты центрального банка, и выпуск государственных облигаций. Например, в Украине в 1996 г. за счет эмиссии облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ) финансировалось около 40% дефицита бюджета, а остальная его часть покрывалась в значительной мере за счет кредитов НБУ. В 1997 г. в покрытии дефицита на ОВГЗ приходилось уже 67%, а кредиты НБУ были очень невелики.

К концу 90-х годов во всех странах СНГ рынок государственных ценных бумаг в большей или меньшей степени использо-

---

<sup>149</sup> Белорусская газета, 2000, 18 сентября.

вался для финансирования бюджетного дефицита, причем роль его в этой области постоянно возрастала.

Проблема покрытия дефицита государственного бюджета смыкается с проблемой финансирования государственного долга.

В контексте темы настоящего раздела и всего исследования необходимо проводить различие между внутренним и внешним государственным долгом, которое иногда не является достаточно четким. Обычно это связано с разными критериями разграничения внутренней и внешней задолженности государства. В качестве таких критериев используют рынок размещения займа, кредиторов по займу, валюту, в которой он номинирован. Иногда при этом возникает определенная неразбериха с тем, куда отнести то или иное заимствование. Например, в России задолженность по облигациям внутреннего валютного займа (ОВВЗ) сначала считалась внешним долгом, затем ее стали рассматривать как внутренний долг, а с 1999 г. - снова как внешний долг. С этого времени по бюджетному кодексу в России все займы, номинированные в иностранной валюте, относятся к внешнему долгу, а номинированные в рублях - к внутреннему. По этому критерию задолженность по ГКО также относится к внутреннему долгу, хотя (как и в случае ОВВЗ) кредиторами по части ГКО и ОВВЗ выступают нерезиденты.

Примечательно, что заимствования Минфина у Банка России<sup>150</sup> в иностранной валюте также относятся уже не к внутреннему, а к внешнему долгу. По свидетельству В.Геращенко, к началу 2001 г. «Правительство одолжило у Центробанка шесть с лишним миллиардов» (долларов - Н.К.)<sup>151</sup>.

Между тем ясность в разделении этих двух важнейших финансовых категорий имеет не только чисто техническое, но и принципиальное экономическое значение прежде всего с точки зрения внутренних и внешних источников финансирования задолженности, использования для этого фондового рынка данной страны и международного финансового рынка. Если мы обратимся к международному опыту, то увидим, что определяющим

---

<sup>150</sup> Известия, 2000, 26 июня.

<sup>151</sup> Комсомольская правда, 2001, 24 января.

критерием разграничения внутреннего и внешнего государственного долга является источник заимствования (т.е. кто имеет право требования). Так, в ФРГ внешний долг определяется как «права требования за границы (т.е. других стран и нерезидентов - Н.К.) по отношению к данной стране»<sup>152</sup>. Соответственно под внутренним долгом государства понимается его задолженность своим резидентам, которые являются кредиторами.

Если придерживаться этого критерия, то российские ГКО в руках нерезидентов следовало бы отнести к внешним заимствованиям. Однако Россия, исходя из того, что критерием разграничения внутренней и внешней задолженности является валюта, в которой номинирован заем, как уже говорилось, относит принадлежащие иностранцам ГКО (а все ГКО номинированы в рублях) к внутреннему долгу. На наш взгляд, это не совсем оправданно. Дело в том, что владеющие ГКО иностранные инвесторы вкладывали свою валюту в эти бумаги с тем, чтобы получить прибыль и снова получать валюту в обмен на рубли и перевести ее за рубеж. Рубль в данном случае был лишь промежуточным звеном. Ведь Минфин и Банк России могли номинировать ГКО и в долларах. Но они этого не сделали, чтобы поставить резидентов и нерезидентов в равное положение. В отношении ГКО у нерезидентов, возможно, более точно говорить не о внутреннем долге, а о внешнем финансировании внутреннего долга, хотя с точки зрения отношений должника (Минфин) и кредитора (нерезидент) это -внешний долг России.

Постоянный бюджетный дефицит в большинстве постсоциалистических стран является важнейшей причиной возникновения и существования их государственного долга. Следует отметить, что выделить достаточно точно его внутреннюю и внешнюю составляющие не всегда представляется возможным из-за отсутствия опубликованных в печати соответствующих данных. В странах ЦВЕ, стремящихся вступить в ЕС, обычно публикуют данные обо всем государственном долге, т.к. одним из основных критериев допуска в Евросоюз является определенная доля государственного долга (внутреннего и внешнего) в ВВП. В постсо-

---

<sup>152</sup> Vahlens Großes Wirtschaftslexikon, Band 1, München, 1987, S.140.

циалистических странах это состояние отражает масштабы государственных заимствований на внутреннем и внешнем рынках в различных формах размещения внутренних займов, привлечение средств путем продажи облигаций на международном рынке капитала, кредиты международных финансовых организаций, государственные заимствования у частных банков. Рынок ценных бумаг играет важнейшую роль в этом механизме. При этом в последние годы для заимствований постсоциалистических стран (прежде всего России) характерно переплетение банковских кредитов с выпуском ценных бумаг при реструктуризации внешнего долга. (Вопросы финансирования внешнего долга этих стран с использованием рынка ценных бумаг рассмотрены в разделе 3 гл. IV).

Одной из основных проблем бюджетного дефицита и государственного долга, непосредственно связанных с источниками его финансирования, является проблема их допустимых масштабов. Очевидно, что ясность в этом вопросе имеет принципиальное значение для формирования эффективной экономической стратегии и политики переходных экономик, определения роли фондового рынка в пополнении доходов государства, в качестве механизма неинфляционного покрытия государственных денежных обязательств как одной из основ стабильности денег.

Как и в случае с дефицитом государственного бюджета, который является главным потенциальным (или реальным) источником инфляции, использование заимствований на внутреннем и внешнем рынке для финансирования государственного долга является обычной практикой в странах с развитой рыночной экономикой, одной из основных «подсистем» которой является развитый рынок ценных бумаг. При этом государственные заимствования на фондовом рынке служат мощным фактором стимулирования деловой активности.

Здесь, прежде всего, необходимо обратить внимание на причинно-следственную связь между движением экономического цикла, дефицитом бюджета и государственным долгом. Международный опыт свидетельствует о том, что именно рецессия, как правило, приводит к бюджетному дефициту в результате сокращения налоговых поступлений и роста государственных расхо-

дов. И, наоборот, экономический спад вызывается главным образом не дефицитом бюджета и его прямыми и косвенными последствиями. Спад производства в западноевропейских странах в 70-е годы и в постсоциалистических государствах в начале 90-х годов привел к значительному бюджетному дефициту и росту государственного долга. При этом в постсоветских государствах особенно характерно было возникновение замкнутого круга: спад производства - рост дефицита бюджета - усиление инфляции - рост неплатежей - демонетизация экономики - бартер - долларизация внутреннего платежного оборота - бегство капитала, а затем новый виток той же цепочки. Особенно наглядно эта «специфика» первых лет трансформации проявилась в России, Украине и некоторых других странах СНГ. Причем в отличие от западных стран в силу того, что рынок ценных бумаг еще не занял своего естественного места в экономике, а также из-за ошибочной политики государства на этом рынке, возможности финансирования государственных расходов и задолженности при помощи этого механизма использовались без учета его объективных ограничителей и, прежде всего, допустимого соотношения суммы обязательств по ГКО по отношению к нерезидентам и величины валютных резервов.

Оценка уровня государственного долга по отношению к ВВП является весьма условной. Такие характеристики как «небольшой», «крупный», «критический» уровень долга мало что говорят.

Однако, как показывает международный опыт, рост и уровень государственного долга может быть одним из индикаторов приближения валютно-финансового кризиса. Так, накануне азиатского кризиса соотношение государственной задолженности и ВВП составляло в Индонезии, Малайзии, Филиппинах, Южной Корее и Таиланде от 200 до 300% и намного превышало соответствующие показатели в странах Латинской Америки во время

долгового кризиса 80-х годов (60-85%), кроме Аргентины, где оно составило более 200%<sup>153</sup>.

Одним из «критериев конвергенции» при вступлении в ЕС является «поддержание правительством на должном уровне устойчивости своего финансового положения». Об этом будет свидетельствовать достижение правительством состояния бюджета, которое характеризуется отсутствием чрезмерного бюджетного дефицита. По условиям участия в зоне евро этот дефицит, как уже отмечалось, не должен превышать 3% ВВП (при нарушении этого «параметра» к данному государству применяются санкции). Государственный долг не должен составлять более 60% ВВП. Эти критерии можно рассматривать как определенную гарантию стабильности финансов.

Рассмотренные показатели являются объектом наиболее острых дискуссий среди экономистов. Одни из них считают критерии состояния бюджета вообще излишними, поскольку страны-члены ЕС не имеют права финансировать свои расходы через свои центральные банки и поэтому не могут «создавать инфляцию». Другие полагают, что допустимая доля государственного долга в ВВП в 60% является произвольной и неприемлемой. Правда, им возражают, что совсем произвольной она не является, поскольку при ее установлении принимались во внимание соотношение темпов прироста новой государственной задолженности, номинального и реального ВВП<sup>154</sup>. Ряд немецких экономистов выступают за то, чтобы критерии состояния бюджета и государственного долга были установлены еще более четко, тем более, что согласно Договору у Совета ЕС при их оценке есть возможности выдать «аттестат зрелости» для участия в системе евро в том случае, если страна принимает меры по улучшению

---

<sup>153</sup> Макроэкономическая и финансовая политика в кризисных ситуациях: мировой опыт и российская действительность. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1999, с.185.

<sup>154</sup> Если исходить из того, что дефицит бюджета (т.е. новая задолженность) составляет 3%, а прирост номинального ВВП - 5% (в т.ч. 3% - реальный прирост и 2% - рост цен), то государственный долг не может превысить 60% от ВВП (3 составляет от 5 как раз 60%).

состояния бюджета и сокращению государственного долга. При этом Совет ЕС принимает во внимание уже достигнутую динамику в этой области и наличие исключительных и временных факторов, вызывающих несбалансированность бюджета.

Некоторые экономисты считают, что высокий уровень государственного долга является признаком нездоровых государственных финансов, и озабоченно спрашивают, когда и каким образом он будет погашен. Однако проблема погашения не возникает до тех пор, пока государство является кредитоспособным, и поэтому частные лица и банки продолжают значительную часть своих активов вкладывать в государственные ценные бумаги. Решающее значение имеет бремя расходов по выплате процентов и то, на что государство расходует полученные в кредит средства. Чем больше государственный долг, тем больше бюджетных средств идет на выплату процентов в ущерб расходам на другие цели. Если государственный долг растет быстрее, чем текущие доходы бюджета, то повышается доля процентов в доходах и расходах. Однако отсюда также следует, что долг может расти и без одновременного увеличения бремени по выплате процентов. Поскольку текущие доходы бюджета в значительной мере зависят от экономического роста, вполне допустимо увеличение государственного долга параллельно с ростом (номинального) ВВП. По условиям участия в «зоне евро», как уже говорилось, допускается рост новой государственной задолженности (т.е. дефицит бюджета) в размере 3% ВВП. По мнению экспертов ФРГ, «главными критериями допустимой «нагрузки» на государственный бюджет являются прирост ежегодной новой задолженности государства и накопленное бремя расходов по выплате процентов»<sup>155</sup>.

В валютном аспекте соблюдение критериев уровня государственного долга не в последнюю очередь важно потому, что страны, имеющие высокую государственную задолженность, могут оказывать давление на Европейский центральный банк с целью снижения процентных ставок и в связи с тем, что междуна-

---

<sup>155</sup> Peter Czada, Günter Renner. Euro und Cent, Konhordia Verlag GmbH, 1996, s.87.

родное доверие к евро зависит также от того, насколько надежны «государственные филиалы стран-участниц «зоны евро».

Допустимость определенного уровня бюджетного дефицита и государственного долга «проверяется» устойчивостью национальной валюты. Если рост государственного долга не приводит к внутреннему обесценению денег в результате усиления инфляции, значит государство кредитоспособно, «правильно» финансирует свои внутренние и внешние обязательства, активно и эффективно использует для этого внутренний фондовый рынок и международный финансовый рынок. В этой связи заслуживают внимания данные следующей таблицы.

**Таблица 11**  
**Бюджетный дефицит, государственный долг**  
**и темп инфляции в ряде стран ЕС**

	в %% от ВВП			Среднегодовой темп инфляции в %%	
	Максимальный дефицит бюджета в 1988-1993 гг.	Дефицит бюджета в 1997 г.	Государственный долг в 1997 г.	1988-1997 гг.	1997 г.
Бельгия	13,4	2,1	122,2	1,0	1,4
Великобритания	8,3	1,9	53,4	2,0	1,8
Германия	5,6	2,7	61,3	0,6	1,4
Дания	9,1	0,7	65,1	1,0	1,9
Ирландия	13,8	0,9	66,3	1,6	1,2
Испания	1,8	2,6	68,8	1,8	1,8
Италия	1,5	2,7	121,6		
Нидерланды	7,1	1,4	72,1	0,8	1,8
Португалия	12,0	2,5	62,0	2,0	1,8
Франция	3,2	3,0	58,0	1,0	1,2

*Источник:* Деловой мир, 1994, 21-27 марта, с.9; Euro 1999. European Commission, European Communities, 1998, p.40.



Из-за отсутствия необходимых данных составить аналогичную таблицу для ПСС не представляется возможным. Однако отдельные публикуемые данные позволяют выявить некоторые особенности взаимосвязи бюджетного дефицита, государственного долга, способов их финансирования и стабильности денег.

В отличие от стран с развитой рыночной экономикой и полноценным рынком ценных бумаг, где при относительно высоком уровне бюджетного дефицита и государственного долга на протяжении многих лет темп инфляции остается очень небольшим, в ПСС при относительно умеренном уровне дефицита бюджета и государственной задолженности темп инфляции в 90-е годы в большинстве случаев был довольно высоким. Так, в Венгрии в этот период дефицит бюджета колебался в диапазоне 3,3-9,6% от ВВП, доля государственного долга в ВВП, постоянно сокращаясь, составила 85-60%, темп инфляции (хотя он все время снижался) в конце 90-х годов все же составлял 14-18% в год. Примерно такая же ситуация имела место в Польше (во второй половине 90-х годов уровень государственного долга уменьшился с 48 до 40% при инфляции в 12-14%), в ряде стран СНГ. Например, в Украине при дефиците бюджета в 2-6% и доле госдолга в ВВП в 45-48%, темп инфляции составлял 15-20%.

Такое соотношение рассмотренных величин свидетельствует о том, что инфляционная составляющая финансирования бюджетного дефицита и государственного долга играла довольно заметную роль в покрытии государственных обязательств.

С точки зрения развитости фондового рынка страны, его места в финансировании государства большое значение имеет структура государственного долга - доля в нем внутренней и внешней задолженности.

О доле внешнего долга в отдельных постсоциалистических странах свидетельствуют данные следующей таблицы.

Таблица 12

## Доля внешнего долга в ВВП

(в %%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Страны ЦВЕ</b>							
Венгрия	65,5	68,4	70,9	61,0	51,9	56,3	...
Польша	55,0	45,9	39,5	30,2	29,4	30,3	...
Чехия	27,2	26,8	32,5	36,8	41,4	43,8	
Болгария	113,8	118,9	78,7	102,8	97,0	81,0	84,6
Румыния	16,1	17,2	18,9	23,4	26,1	20,8	...
Словения	14,8	15,7	15,8	21,3	23,3	23,0	...
<b>Отдельные страны СНГ</b>							
Азербайджан	...	3,1	15,1	15,4	14,0	16,2	...
Армения	...	30,8	28,8	38,5	48,3	43,4	...
Белоруссия	3,6	5,6	7,9	...	...	...	...
Грузия	...	79,2	42,5	29,2	29,2	29,2 <sup>1)</sup>	29,4
Казахстан	35,6	27,2	19,2	18,4	18,4	...	...
Молдавия	20,0	38,0	40,0	42,0	48,0	...	...
Украина	12,4	18,9	22,2	19,8	19,0	29,6	40,0
<b>Страны Балтии</b>							
Латвия	3,7	9,4	9,2	8,2	6,6	...	...
Литва	11,4	12,5	14,2	15,1	15,8	...	...
Эстония	9,4	7,4	7,5	6,7	5,6	...	...

<sup>1)</sup> оценка

Источник: Wirtschaftsentwicklung in ausgewählten mittel- und osteuropäischen Ländern 1998/99, Osteuropa-Institut München, Working Papers, 1999, April, N 218.

По странам соотношение внутреннего и внешнего долга значительно варьирует по годам. Так, в России в конце 90-х годов оно составляло примерно 42:58, а в 2000 г. - 27:73. В Польше в 2000 г. оно оценивалось как 50:50.<sup>156</sup> В Венгрии в течение большей части 90-х годов внутренний долг составлял 4-6% от общей суммы государственного долга. В Чехии подавляющая

<sup>156</sup> Poland. International Economic Report. 1999-2000, Warsaw School of Economics Warsaw, 2000, p.49.

часть государственного долга приходится на внутреннюю задолженность. Примерно так же обстоит дело во многих странах СНГ и государствах Балтии.

Проблема неинфляционного финансирования бюджетного дефицита и государственного долга посредством активного использования фондового рынка остается одной из основных проблем трансформации. От ее решения во многом зависит обеспечение устойчивого экономического роста, стабильности национальной валюты, надежности всей финансовой системы, перспектив превращения рынка ценных бумаг в эффективный рыночный институт.

### **3.3. Особенности регулирования рынка ценных бумаг**

Опыт развитых стран и десять лет трансформации в постсоциалистических государствах однозначно показали, что государственное регулирование является важнейшим фактором развития рынка ценных бумаг. При этом роль государственного регулирования фондового рынка в ПСС по сравнению с развитыми странами совершенно иная. Если, во-первых, оно прежде всего направлено на формирование институциональных и технологических основ этого сложного организма, то, во-вторых, государственное регулирование призвано обеспечивать его нормальное функционирование.

В широком смысле регулирование фондового рынка мы понимаем как одну из главных составляющих экономической стратегии и политики государства, поскольку оно касается основы роста экономики - инвестиционного процесса, а также структурной политики. Именно государство призвано обеспечить необходимую для этого постоянную и тесную связь фондового рынка (и финансового рынка в целом) с реальным сектором, которая пока очень слаба во многих постсоциалистических странах. При таком подходе государственное регулирование рынка ценных бумаг охватывает также регулирование трансграничного движения капитала, оказывающего непосредственное влияние на состояние этого рынка и обеспечение национальной экономической безопасности.

От деятельности регулирующих органов зависит степень прозрачности фондового рынка. Ее целью должно стать достижение абсолютной транспарентности этого рынка, на котором не возникает вопроса защиты инвесторов или защиты их прав.

В узком смысле слова понятие государственное регулирование рынка ценных бумаг «включает» в себя выработку определенных правил, регулирующих эмиссию и обращение ценных бумаг, а также контроль за соблюдением действующих в стране законов и нормативных актов, защиту прав инвесторов и эмитентов. В то же время в регулирование входит выдача лицензий органами государственной власти на право заниматься каким-либо видом деятельности на рынке ценных бумаг. Кроме лицензирования государственный контроль за деятельностью профессиональных участников фондового рынка осуществляется также путем аттестации специалистов, работающих с ценными бумагами.

Три главные цели государственного регулирования фондового рынка, определенные ИОСКО в своем программном документе: «Цели и принципы регулирования фондового рынка состоят в защите инвесторов, обеспечении прозрачности и эффективности рынка, снижении уровня систематического риска. Очевидно, что эти цели тесно связаны между собой»<sup>157</sup>. Они в принципе полностью применимы к фондовым рынкам ПСС.

Важнейшим средством защиты инвесторов является полное раскрытие информации, позволяющее им правильно оценить возможные риски. При этом основой являются международные стандарты бухгалтерского учета.

К предоставлению услуг финансовых посредников допускаются только лица, имеющие соответствующие лицензии. На фондовом рынке должна постоянно действовать система эффективного контроля за соблюдением установленных правил.

Конечно, все эти меры должны опираться на четкую правовую базу и неукоснительное исполнение законов.

Прозрачность рынка обеспечивается лицензированием торговых систем, равным доступом участников к рынку и своевременной информацией о ценах.

---

<sup>157</sup> Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки..., с. 178.

Снижение систематического риска предполагает, что при банкротстве посредника (чему, естественно, не могут воспрепятствовать органы регулирования) органы регулирования принимают меры для смягчения его влияния на инвесторов. Одним из способов управления данным риском является поддержание требований к минимальной величине капитала.

Степень развитости и эффективность систем государственного регулирования фондового рынка различны в России и других странах СНГ, более развитых государствах ЦВЕ и менее «продвинутых» по пути трансформации. Эти особенности и специфика геополитического и геоэкономического положения этих групп стран определяют и задачи, стоящие перед ними в области государственного регулирования рынка ценных бумаг.

В более развитых странах ЦВЕ главное направление совершенствования системы регулирования фондового рынка состоит в его адаптации к условиям ЕС, прежде всего - в отношении законодательной базы и приемлемых там стандартов, касающихся финансовых инструментов, проектов эмиссии и т.д.

В России и других странах СНГ речь идет о формах и методах деятельности регулирующих рынок ценных бумаг органов по привлечению на него массового инвестора, внедрению новых фондовых инструментов, совершенствованию технологической инфраструктуры рынка.

Важнейшая задача в сфере регулирования фондового рынка состоит в изменении подхода к этому процессу. Оно заключается в отказе от регулирования ради регулирования и переходе к регулированию ради стимулирования инвестиций. При этом особое значение имеет четкое разграничение функций государственных регулирующих органов и саморегулируемых организаций (СО). Сфера государственного регулирования включает в себя нормы и условия, которые являются необходимыми и обязательными для участников рынка и его функционирования. Цели деятельности СО - это целесообразность, добровольность, соблюдение обычаев и общепринятых норм. Эти организации во взаимодействии с государственными органами регулирования призваны стать эффективным институтом обеспечения интересов участников рынка.

В конечном счете, регулирование фондового рынка пост-социалистических стран, в большей мере затронутых кризисом конца 90-х годов, в основном направлено на восстановление и укрепление доверия населения к этому рынку и обращающимся на нем ценным бумагам.

В области расширения круга участников фондового рынка одним из главных вопросов является создание государством необходимых правовых и финансовых условий (прежде всего в отношении налоговой нагрузки) для развития инвестиционных банков, деятельность которых формирует первичный рынок ценных бумаг. До сих пор этот важнейший институт отсутствует в большинстве постсоциалистических стран.

В мире существуют два подхода к регулированию фондового рынка. При первом подходе оно концентрируется главным образом в государственных органах, и лишь небольшие полномочия в области надзора, контроля, установления правил передаются государством СО (т.е. биржам, депозитариям, различным ассоциациям профессиональных участников рынка). Типичными примерами систем регулирования являются США и Франция.

Сущность второго подхода состоит в том, что максимально возможный объем полномочий передается СО. При этом контроль в большой мере осуществляется не через выполнение жестких правил и инструкций, а путем переговоров с участниками рынка. Правда, государство сохраняет за собой возможность в любой момент вмешаться в саморегулирование и проявить свои контрольные функции. Наиболее характерным примером такой системы является Великобритания.

Есть еще промежуточная модель регулирования фондового рынка, когда определяющую роль в нем играют центральные банки, поскольку основными участниками рынка являются коммерческие и инвестиционные кредитные институты. Такая система типична прежде всего для ФРГ, а также Бельгии и Дании.

В постсоциалистических странах применяются системы регулирования, в различной степени тяготеющие к первому или второму подходу. В России, других странах СНГ, Венгрии и Польше эта система ближе к американской. В Чехии до создания

в 1998 г. Комиссии по ценным бумагам (КЦБ) она несколько напоминала английскую.

Далее рассматриваются некоторые особенности регулирования фондового рынка в России, Казахстане, Польше и Чехии.

В *России*, как и большинстве постсоциалистических стран, регулирование фондового рынка осуществляется при помощи двухуровневой системы, в которой главную роль играют государственные органы (прежде всего Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг - ФКЦБ). По словам бывшего председателя ФКЦБ Д.Васильева, «в нашей стране формируется особая, российская модель рынка ценных бумаг - не немецкая и не американская. С одной стороны, отсутствуют какие-либо ограничения деятельности банков на рынке ценных бумаг. Банки выступают одновременно и инвесторами, и профессиональными участниками рынка. И этим мы сильно отличаемся от США.

С другой стороны, у нас достаточно развиты институты коллективного инвестирования и, что самое главное, существуют небанковские профессиональные посредники - брокерско-дилерские фирмы. Этим Россия отличается от стран, на рынке ценных бумаг которых нет небанковских структур.»<sup>158</sup>

Эти слова были сказаны до кризиса, который, видимо, окажет существенное влияние на состав участников рынка (прежде всего на роль банков).

Фондовый рынок России сильно отличается от рынков развитых стран и «продвинутых» стран ЦВЕ в отношении количественных и качественных характеристик системы его регулирования. Как видно из следующей схемы, Россия обладает, наверное, самой разветвленной системой государственного регулирования фондового рынка среди ПСС.

---

<sup>158</sup> Коммерсант-Daily, 1997, 15 апреля.





ФКЦБ призвана обеспечивать проведение единой государственной политики на рынке ценных бумаг. К ее функциям и полномочиям относятся:

- разработка основных направлений развития рынка ценных бумаг и координации деятельности федеральных органов исполнительной власти по вопросам регулирования рынка ценных бумаг;

- утверждение стандартов эмиссии ценных бумаг, проспектов эмиссии ценных бумаг, в том числе иностранных эмитентов;

- разработка и утверждение единых требований к профессиональной деятельности с ценными бумагами;

- установление обязательных требований к операциям с ценными бумагами, норм допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, расчетно-депозитарной деятельности. Правила ведения учета и составления отчетности участниками рынка ценных бумаг Федеральная комиссия устанавливает совместно с Министерством финансов РФ;

- определение обязательных требований к порядку ведения реестра; установление порядка лицензирования разных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также приостановление или аннулирование в случае нарушения закона указанных лицензий; определение стандартов деятельности инвестиционных, негосударственных пенсионных, страховых фондов и их управляющих компаний, а также страховых компаний на рынке ценных бумаг;

- контроль за соблюдением требований законодательства Российской Федерации всеми субъектами рынка ценных бумаг;

- создание общедоступной системы раскрытия информации о рынке ценных бумаг, в том числе о выпуске ценных бумаг;

- проведение квалификационной и научно-методической работы с профессионалами фондового рынка.

Полномочия ФКЦБ не распространяются на процедуру выпуска долговых обязательств правительства и субъектов Российской Федерации.

Следует отметить, что в отличие, например, от американской Комиссии по ценным бумагам и биржам ФКЦБ не имеет права издавать правовые акты, по статусу приравняемые к закону. Она не имеет права самостоятельно расследовать случаи нарушения действующих законов. У ФКЦБ нет права штрафовать нарушителей, хотя подобные положения имеют и антимонопольный комитет, и санэпидемнадзор, и рыбнадзор, торговая инспекция и многие другие ведомства.

После кризиса 1998 г. ФКЦБ значительно активизировала свою деятельность по ряду важных направлений совершенствования фондового рынка. Так, в конце августа 2000 г. она внесла в правительство проект изменения налогообложения физических лиц при операциях с ценными бумагами с целью привлечения на фондовый рынок частных инвесторов. Далее, ФКЦБ предложила создать трехступенчатую систему надзора за рынком; со стороны профессиональных участников, СО и ФКЦБ на основе их тесного взаимодействия. Выступая с этим предложением на конференции «Функционирование и актуальные проблемы учетной системы на рынке ценных бумаг» (Санкт-Петербург, октябрь 2000 г.), новый председатель ФКЦБ И.Костиков назвал в качестве одной из ключевых задач Комиссии «предотвращение нарушений прав инвесторов на стадии регистрации».<sup>159</sup> Наконец, весной 2001 г. ФКЦБ выступила инициатором разработки федеральной программы развития рынка корпоративных облигаций, которые в перспективе призваны стать важным инструментом долгосрочных заимствований.

В современных условиях возрастает необходимость повышения роли СО. Государство в лице ФКЦБ передает им часть функций в области лицензирования, контроля, установления правил ведения бизнеса. Подобные организации активно действуют на фондовых рынках развитых, развивающихся и трансформирующихся стран. Как известно, в России основными саморегулируемыми организациями являются Национальная ассоциация регистраторов, трансферагентов и депозитариев (НАРТАД) и Национальная ассоциация профессиональных участников фондово-

---

<sup>159</sup> Российская газета, 2000, 31 октября.

го рынка (НАУФОР), объединяющая 500 членов. В конце 1997 г. в ПАРТАД входили 263 члена (брокерские фирмы, инвестиционные компании и т.д.). В этой организации созданы комитеты - финансово-операционный, комитет по членству, торговый комитет по регламенту и законодательной инициативе, дисциплинарный, инвестиционный, комитет по листингу.

ПАРТАД, созданная в 1994 г., является самой представительной организацией регистраторов и депозитариев на российском рынке ценных бумаг. Одна из основных функций организации - выдача представлений на лицензии на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг. Она способствует установлению и поддержанию тесных контактов между различными регистраторами и депозитариями.

НАУФОР проводит активную работу по защите прав инвесторов, совершенствованию законодательства, укреплению контактов с региональными организациями. Инфраструктура российского фондового рынка, т.е. системы регистраторов, депозитариев и бирж в докризисный период быстро развивались. В 1994-1997 гг. были созданы 150 лицензированных регистраторов и депозитариев, а также расчетно-клиринговые организации. В сентябре 1997 г. был подписан указ о создании национальной депозитарной системы, которая призвана выполнять функции централизованного хранения ценных бумаг и учета прав на них. Ее ядром станет государственное предприятие Центральный фонд хранения и обработки информации фондового рынка. Это, несомненно, важный шаг по пути создания фондового рынка, отвечающего мировым стандартам. В ряде стран существуют центральные депозитарии.

На современном этапе становления российского фондового рынка деятельность СО должна сосредоточиваться на разработке новых стандартов профессиональной деятельности, внедрении технологий, минимизации инфраструктурных рисков и реальных действиях, направленных на защиту интересов инвесторов. Эти задачи объективно востребованы рынком и могут быть решены только совместными усилиями ФКЦБ и СО.

На региональном уровне регулирование осуществляется территориальными отделениями ФКЦБ и Комиссией по ценным

бумагам и фондовому рынку при администрации региона (в которую входят комитеты по управлению имуществом, соответствующие главные управления Банка России, государственная налоговая инспекция по области, общественно-государственный фонд защиты прав вкладчиков и акционеров, саморегулируемые организации).

Одна из основных проблем регулирования фондового рынка России состоит в множественности регулирующих органов и недостаточных правах ФКЦБ. Современная система регулирования слишком громоздка, страдает от параллелизма в выполнении функций, частых трений и конфликтов.

Повышение эффективности этой системы, очевидно, требует ее упрощения и упорядочения на основе большей централизации, усиления полномочий ФКЦБ, четкого разделения функций между отдельными органами на федеральном и региональном уровне. При этом усиление надзора за инвестиционными институтами неизбежно повлечет за собой передачу части властных полномочий федеральных органов на уровень территориальных регулирующих инстанций и СО.

Особое значение, как уже отмечалось, имеют создание информационно прозрачного рынка, обеспечение соответствия деятельности компаний международным стандартам бухгалтерского учета, аудита, раскрытия информации.

Достижение этой цели повысит рейтинговую оценку страны, отражая выполнение минимальных требований к финансовой системе. Для получения более высокого рейтинга необходимо развитие принципиально новых финансовых институтов, охватывающих также социальную сферу; пенсионную систему, медицинское страхование, ипотечное кредитование. Это позволит уменьшить гипертрофированную роль банковского сектора, не оправданную его реальными возможностями.

В *Казахстане* определяющую роль в регулировании фондового рынка играет Национальная комиссия по ценным бумагам (НКЦБ). В конце 90-х годов деятельность НКЦБ была направлена на расширение возможностей размещения пенсионных активов Накопительных пенсионных фондов (НПФ) в ценные бумаги и иные финансовые инструменты, а также на снижение возможных

рисков от этой деятельности; более гибкую регламентацию порядка осуществления инвестиционного управления пенсионными активами НПФ; развитие национального организованного фондового рынка; регулирование деятельности эмитентов негосударственных ценных бумаг.

В целях совершенствования регулирования рынка ценных бумаг были внесены поправки в Закон «О страховании», по которым размещение страховых резервов осуществляется теперь в порядке, определенном Национальным банком по согласованию с НКЦБ. Далее Указ «О банках и банковской деятельности» был дополнен положением о праве банков второго уровня на осуществление сделок с негосударственными облигациями, прошедшими листинг на фондовой бирже. Было снято ограничение на право приобретения отдельным лицом только одной акции Центрального депозитария, дающего право одного голоса, что позволило снять препятствия на пути дальнейшей капитализации рынка ценных бумаг. Кроме того, у территориальных органов Министерства юстиции было отозвано право государственной регистрации эмиссии акций и утверждения отчетов об итогах выпуска и размещения акций, что позволило сконцентрировать регистрационную деятельность и всю информацию о зарегистрированных выпусках акций в одном органе - НКЦБ.

НКЦБ разработала ряд документов в области регулирования фондового рынка. В частности, «О требованиях, предъявляемых к профессиональным участникам рынка ценных бумаг» (1997 г.), «О совмещении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг» (1996 г.), «О правилах осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Республики Казахстана» (1998 г.).

В регулировании фондового рынка участвует Госкомитет по инвестициям.

По линии этого Комитета в 1997 г. были утверждены (соответствующими постановлениями) 5 положений: «О порядке регистрации контракта, заключенного Комитетом и инвестором» (1997 г.); «О порядке организации и проведении экспертизы контракта между Госкоминвестом и инвестором» (1997 г.); «О контракте на осуществление инвестиционной деятельности в

приоритетных секторах экономики Республики Казахстан»; «О порядке обеспечения согласительными и разрешительными документами, лицензиями, визами и др., предоставляющими права и полномочия инвестору для реализации инвестиционного проекта» и «О порядке оказания содействия утвержденным инвесторам в поиске квалифицированных работников и услуг в Республике Казахстан» (1997 г.).

Важным элементом системы регулирования фондового рынка Казахстана становятся саморегулируемые организации. До 1999 г. единственной была Национальная фондовая биржа (KASE), а первые две лицензии на осуществление фондовой деятельности были выданы ассоциациям профессиональных участников рынка ценных бумаг в конце 1999 г. Ассоциация Управляющих активами была создана КУПА (комитетами по управлению пенсионными активами), и круг ее деятельности был определен следующими целями: обеспечение условий для эффективной деятельности организаций-учредителей и развитие свободной конкуренции на рынке услуг по инвестиционному управлению накопительными пенсионными фондами; разработка стандартов деятельности и профессиональной этики членов ассоциации; защита их интересов. Членами ассоциации стали 7 комитетов, т.е. практически все организации, имеющие лицензию, за исключением Государственного накопительного пенсионного фонда.

Другая организация - КАРД, членами которой стали 58,3% общего числа регистраторов в республике. Цели создания этой ассоциации в целом аналогичны Ассоциации Управляющих активами лишь применительно к институту регистраторов: координация их деятельности; защита и разработка стандартов профессиональной этики; содействие развитию национального фондового рынка и предотвращение мошеннических действий на рынке ценных бумаг.

В области развития регулирования фондового рынка самой приоритетной задачей является усиление роли НКЦБ. Для этого необходимо наделить ее большими правами самостоятельного применения административных санкций по отношению к профессиональным участникам фондового рынка и дать ей дополни-

тельные права по контролю за деятельностью эмитентов негосударственных ценных бумаг. Актуальна также проблема налаживания взаимодействия между государственными и регулирующими органами и СРО.

Главный государственный орган, регулирующий фондовый рынок в *Польше* - Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ). Она была создана в 1991 г. Ее организационная структура включает в себя департаменты корпоративных финансов, правовой, брокерских фирм, инвестиционных фондов, надзора, генерального директора и административный.

По своим функциям и полномочиям КЦББ аналогична соответствующему органу в США (SEC). Она проводит регистрацию брокеров, дилеров, консультантов по операциям с ценными бумагами; осуществляет регулирование деятельности профессиональных участников фондового рынка; управление торговлей ценными бумагами в рамках биржевого и внебиржевого оборота; надзор за деятельностью инвестиционных фондов; определение порядка регистрации и публикации информации по всем видам ценных бумаг; расследование случаев мошенничества, махинаций и подобных им противозаконных действий на национальном рынке ценных бумаг и, наконец, наложение административных санкций.

В отличие от американской Комиссии по ценным бумагам и биржам, правомочной издавать юридические акты, приравняемые к федеральным законам, КЦББ лишь обращается в правительство с предложением принять соответствующие нормативные акты и готовит по ним проекты постановлений.

КЦББ по праву считается одним из наиболее эффективных «регуляторов» фондового рынка в странах ЦВЕ, секрет ее успеха, очевидно, состоит в развитой юридической основе этого рынка, действенном применении правовых норм и обеспечении соблюдения установленных правил поведения участников рынка ценных бумаг. Важно и то, что регулирование рынка не расплылось, а сосредоточено в одном центре, что исключает дублирование и неразбериху, как это имеет место в ряде других постсоциалистических стран.

Как и в других ПСС, одной из главных проблем, связанных с фондовым рынком, является защита прав миноритарных акционеров. Для ее решения КЦББ прежде всего предъявляет высокие требования к раскрытию информации. Кроме этого, крупные инвесторы, приобретающие определенную часть акций (5-10% голосующих акций) обязаны проинформировать всех (КЦББ, эмитента, прессагентство) о сделках по купле-продаже. Те, кто купил более 10% акций, должен сообщать о каждом изменении (более чем на 2%) пакета акций. Этим достигается информированность акционеров о крупных владельцах акций и изменении их долей в акционерном капитале. Кроме того, если доля крупного акционера превышает 50% голосов, то необходимо объявить тендер: дать возможность остальным инвесторам продать принадлежащие им акции. При этом цена должна быть не ниже средней за последнее полугодие.

Самая сложная проблема с точки зрения регулирования здесь возникает тогда, когда инвестор покупает акции не польского эмитента, а акции крупного акционера этого АО. Казалось бы, можно установить разрешительный порядок таких сделок. Однако в то же время было бы странным требовать каких-либо разрешений со стороны КЦББ для осуществления, например, поглощения одной иностранной компанией другой компании только на том основании, что одна из этих компаний владеет определенной долей акций польского эмитента.

КЦББ стремится не допускать «зарегулированности» рынка и одновременно заботится о защите прав мелких акционеров. Дело осложняется тем, что не существует международных правовых стандартов в области слияний и поглощений. Поэтому практически невозможно использовать зарубежный опыт. Для решения этих проблем КЦББ ищет пути совершенствования законодательных норм, касающихся крупных пакетов акций.

Роль СО в регулировании фондового рынка пока относительно невелика. В основном их полномочия ограничиваются установлением правил для своих участников. В отличие от некоторых стран СО не занимаются лицензированием брокерских контор и маклеров. Эти функции выполняет КЦББ. Представители СО принимают участие в заседаниях КЦББ. При подготовке



новых нормативных документов Комиссия всегда запрашивает мнение СО.

Особенностью польского СО является то, что к ним относятся институт «брокеров-специалистов», которые занимаются курсом какой-либо конкретной ценной бумаги. Основная задача таких брокеров - создать курс определенной ценной бумаги на данной сессии, обеспечив максимизацию оборота по этой бумаге.

Новой сферой деятельности КЦББ становится надзор за товарными бумагами, на которых помимо ЦБ объектами купли-продажи являются производные финансовые инструменты, опирающиеся на товары, а также другие финансовые инструменты.

В развитии регулирования фондового рынка в **Чехии** отчетливо выделяются два этапа. До весны 1998 г. весьма либеральное регулирование чешского финансового рынка и существующий правовой вакуум по многим аспектам его функционирования, отсутствие специального регулирующего органа создали благоприятную почву для злоупотреблений, спекулятивных и мошеннических действий с имуществом фондов и управляемых ими акционерных обществ. Широких масштабов достигли такие явления, приводящие к массовой дискриминации и нарушению прав акционеров фондов, как недобросовестное управление фондами; перекачка их ресурсов в подставные компании; преобразование фондов в финансовые холдинги; манипулирование ценами при проведении операций с ценными бумагами; недобросовестные сделки по купле-продаже ценных бумаг, в том числе заключаемые с фиктивными компаниями на основе тайного сговора или с использованием конфиденциальной информации. Ситуация со злоупотреблениями и аферами на фондовом рынке Чехии достигла своего апогея в 1997 г., когда разразилась серия финансовых скандалов, связанных с мошенничеством и хищением в инвестиционных фондах и компаниях, в результате которых тысячи граждан лишились своих вкладов, ряд высокопоставленных банковских служащих были обвинены в причастности к этим аферам и незаконном использовании внутренней информации, у 3 инвестиционных фондов и 12 управляющих компаний были отозваны

лицензии, в 4 фондах и 5 инвестиционных компаниях введено внешнее управление<sup>160</sup>.

Как показывает анализ, проведенный Минфином Чехии совместно с МВФ в конце 1997 г., чешский рынок капитала в 90-е годы не обеспечивал нормального исполнения своих основных функций.

В этих условиях на повестку дня был поставлен вопрос о создании специального регулирующего института - комиссии по ценным бумагам (КЦБ). Закон о КЦБ был утвержден парламентом после продолжительных дискуссий в январе 1998 г. На основании этого закона была сформирована и приступила к работе с апреля 1998 г. Комиссия по ценным бумагам - единый орган государственного регулирования фондового рынка, аналогичный действующим в развитых странах, хотя и с несколько урезанными в сравнении с ними полномочиями и статусом: в отличие от своего американского аналога чешская КЦБ не является полностью независимой и действует под эгидой Минфина. Она не имеет законодательской инициативы и не отделена от бюджета. Председатель и 5 членов чешской КЦБ назначаются президентом по предложению министра финансов и, в отличие от американской системы, парламентом не утверждаются (последнее, очевидно, оставляет возможности для вмешательства в эти вопросы политиков).

Комиссия по ценным бумагам была наделена обширными полномочиями, согласно Закону о КЦБ, ее основными задачами являются осуществление государственного надзора за функционированием фондового рынка; контроль за соблюдением эмитентами и профессиональными участниками рынка стандартов раскрытия информации; контроль за соблюдением запрета на использование внутренней информации. В компетенцию комиссии Министерством финансов переданы функции регистрации, регулирования и контроля за частными эмиссиями ценных бумаг; лицензирования деятельности фондовых посредников, специалистов по ценным бумагам, организаторов внебиржевой торговли, расчетно-клиринговых организаций и депозитариев; регулирова-

---

<sup>160</sup> Lidove noviny, 1998, 10.01.

ния и контроля за профессиональной деятельностью на фондовом рынке.

В последнем случае под контроль КЦБ, наряду с эмитентами ценных бумаг и фондовыми посредниками, попадают также банки, пенсионные и страховые фонды при осуществлении ими профессиональной деятельности на рынке (банки - при эмиссии ценных бумаг, осуществлении с ними сделок по поручению клиентов, андеррайтинге, депозитарных услугах и т.д.; пенсионные и страховые фонды - при инвестировании в ценные бумаги и их производные).

В числе первоочередных задач КЦБ - принудительное «открытие» в период в 1998-2003 гг. закрытых инвестиционных фондов и паевых фондов, проведение обмена лицензий всех профессиональных участников фондового рынка. Эти акции призваны очистить чешский фондовый рынок от недобросовестных или слабых субъектов и прояснить связи профессиональных участников в отношении капитала и управления.

Участие Центробанка в регулировании фондового рынка Чехии ограничивается:

- операциями с государственными ценными бумагами на открытом рынке в целях выполнения задач денежного регулирования (операции REPO, если спрос на деньги выше предложения, и операции Reverse Repo, если предложение денег выше спроса);
- оперативным выпуском краткосрочных ценных бумаг, используемых в качестве финансовых инструментов для регулирования ликвидности, прежде всего для абсорбирования краткосрочных избытков ликвидности банков.

В Чехии, как и в других странах с развернутым и диверсифицированным финансовым рынком, отмечается тенденция к усилению взаимодействия госорганов, осуществляющих контроль и регулирование основных сегментов финансового рынка - банковских услуг, операций с ценными бумагами, страхования. В июне 1998 г. между Центральным банком, Минфином и КЦБ подписано соглашение о сотрудничестве в области надзора за функционированием финансового рынка. Соглашение предусматривает взаимные консультации по вопросам нормотворчества и правоприменения, согласование принимаемых решений, об-

мен информацией об участниках рынка, проведение инспекционных проверок по просьбе одного из партнеров по соглашению. В перспективе не исключается и организационное слияние КЦБ, надзорных органов Минфина и Центрального банка в единый орган надзора за функционированием финансового рынка, что потребует предварительной стандартизации для основных сфер финансового рынка - рынка ценных бумаг, банковских услуг и страхования - принципов лицензирования, правил предоставления бухгалтерской, финансовой и статистической отчетности, порядка проведения инспекций на местах, системы применяемых санкций.

\* \* \*

Кризис конца 90-х годов с особой остротой выдвинул на повестку дня необходимость повышения действенности систем регулирования фондового рынка. На это направлены усилия национальных специалистов в ПСС и развивающихся странах и в международных финансовых организациях.

При выработке концепций и мер в области регулирования фондового рынка в ПСС необходимо учитывать ряд факторов, влияющих на этот процесс.

При уже отмеченном разрыве между реальной и финансовой сферами капитал инвестируется в основном не в производство, а используется для финансовых операций. В то же время финансирование предприятий осуществляется за счет собственных средств и в небольших размерах за счет банковских кредитов.

В связи с этим в последние годы быстро растет не эмиссия ценных бумаг, а торговля ими. В целом с 1990 по 1999 гг. рыночная капитализация акций в мире выросла в 12 раз, а торговля ими - в 131 раз.<sup>161</sup>

Одним из факторов, которые способствовали расширению чисто финансовых операций с ценными бумагами, является все большее перераспределение национального дохода в пользу

---

<sup>161</sup> Bourden Pierre, Eppler Erhard, Ohr Renate, Zwickel Klaus. Nene Wege der Regulierung, VSA-Verlag, 2001, s. 57.

крупного частного капитала в ущерб оплате труда, что замедляет рост или сокращает потребление, замедляя инвестиции.

Обособление фондового рынка и торможение его использования в инвестиционном процессе в известной мере связаны с усилением влияния на нем институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и других фондов), нередко направляющих финансовые потоки так, что они не служат средством финансирования инвестиций.

В условиях глобализации, как будет отмечено ниже, развитие фондовых рынков получает новый мощный импульс от либерализации трансграничного движения капитала и дерегулирования национальных финансовых систем.

Экономисты ПСС и компетентные международные эксперты, выступающие за новые, более конструктивные подходы к экономическому развитию, которые получили название пост-вашингтонского консенсуса, исходят из того, что хорошо функционирующий фондовый рынок обеспечивает направление финансовых ресурсов наиболее эффективным получателям. Эффективный рынок<sup>162</sup> фактически постоянно «контролирует» продуктивность использования средств, способствует уменьшению рисков росту ликвидности, передачи информации. Все это важно для накопления капитала и повышения совокупной факторной производительности.

Основываясь на опыте ПСС и других стран, автор полагает, что в большинстве ПСС рынки ценных бумаг не могут автоматически эффективно выполнять эти функции. В связи с неполной информацией, несовершенством рынков и нечеткостью контрак-

---

<sup>162</sup> Одним из важнейших условий эффективного функционирования финансового рынка в целом, в частности, является его информационная эффективность. В.Р.Евстигнеев пишет, что «на эффективном финансовом рынке вся полнота наличной информации участвует в формировании рациональных ожиданий инвестора относительно переменной (цены инструмента, стоимости портфеля, значения индекса) в будущих периодах. Объем этой информации диктует, насколько далеко ситуация на фондовом рынке отклоняется от жесткой детерминированности, т.е. насколько велика его неопределенность.»(Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике. М.: Эдиториал УРСС, 2000, с. 30-31).

тов на фондовых рынках в ПСС, возникает равновесие, которое даже не является ограниченно эффективным по Парето («ограниченная эффективность по Парето» означает, что в принципе существует возможность такого рода вмешательства государства в экономическую деятельность, благодаря которому некоторые выигрывают, но никто не проигрывает. Подобное вмешательство учитывает ограниченность информации и несовершенство рынков, а в более широком плане - издержки по компенсации этих недостатков).

Общая задача регулирования рынков ценных бумаг в ПСС прежде всего должна состоять в том, чтобы органически включить их в процесс развития экономики в целом и обеспечить выполнение их основных функций - финансирования производства и образования, приносящих доход активом участникам рынка и населению.

Большое значение имеет содействие доступа к капиталу лишенных его социальных групп. Во многих случаях стремление к достижению социальных целей, например, получение группами населения с невысокими доходами соответствующих ресурсов, может способствовать достижению и экономических целей.

Наиболее простыми способами обеспечения эффективной работы фондовых рынков является проведение политики по ограничению арбитражных и спекулятивных операций. В качестве главного средства борьбы с этими нарушающими функционирование эффективного рынка явлениями предлагают уже упомянутые повышение его прозрачности и снабжение участников более полной информацией. Однако одних этих мер недостаточно. Необходимо резкое ограничение рискованных сделок и обеспечение более спокойной торговли ценными бумагами в целом (конечно, для этого требуются четкие правовые механизмы и эффективный надзор). С этой целью, по мнению автора, возможно использование таких мер, как

- распространение требований к величине капитала, применяемых к банкам, на фирмы-дилеры, а также более высокую оценку рисков для держателей краткосрочных ценных бумаг и деривативов);

- налогообложение (помимо взимания налогов при эмиссии) в зависимости от их сроков. «Короткие» бумаги облагаются более высоким налогом;
- установление особенно строгого контроля и жесткое ограничение торговли деривативами. Торговлю этими инструментами следовало бы разрешать только на биржах;
- необходимо было бы запретить сделки с офшорными финансовыми центрами, которые не подчиняются никакому финансовому надзору и направлены лишь на несоблюдение установленных правовых норм.

В условиях финансовой глобализации особенно сложной задачей является создание систем быстрого реагирования на внешние сигналы с финансовых рынков. Для решения этой задачи необходима соответствующая институциональная база, которая только еще формируется в ПСС.

В области регулирования фондового рынка главное состоит не в его либерализации или дерегулировании, а в создании регулирующего механизма, обеспечивающего эффективную работу этого рынка и финансовой сферы в целом.

## **ГЛАВА IV. ВАЛЮТНЫЕ И КРЕДИТНЫЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ**

Одним из основных факторов становления рынка ценных бумаг в постсоциалистических государствах является состояние их национальных валют, валютные режимы, эффективность регулирования валютного курса. Важность валютного аспекта в развитии фондового рынка этих государств прежде всего объясняется особой ролью валютного курса в арсенале средств их экономической политики, спецификой валютного рынка как сферы вложения капитала в качестве конкурента фондового рынка, значением иностранных инвестиций и кредитов для экономического роста и как источника финансирования государственного бюджета.

В контексте исследуемой темы прежде всего необходимо рассмотреть проблему взаимосвязи валютного курса и фондового рынка, учитывая его функции в кругообороте финансовых потоков внутри страны и в обеспечении связи с международным финансовым рынком. В условиях глобализации мировой экономики и все более активного участия постсоциалистических стран в мировых финансовых процессах, как никогда, возрастает роль политики валютного курса в качестве фактора, способствующего привлечению иностранного капитала, и одновременно средства защиты молодых фондовых рынков от мировых финансовых потрясений.

### **4.1. Взаимосвязь валютного курса и фондового рынка в постсоциалистических странах**

Прежде всего необходимо остановиться на специфике роли и применения валютного курса в ПСС, противоречиях их валютной политики. В этих странах специфика роли валютного курса (как важнейшего связующего звена экономики страны с внешним рынком, ее финансового рынка с международной финансовой сферой, средства, обеспечивающего сопоставление национальных товарных цен, оплаты труда, издержек и других стоимост-



ных показателей с соответствующими показателями других стран для определения эффективности экспорта и импорта, целесообразности производства тех или иных товаров, осуществления инвестиций в данной стране и за рубежом) прежде всего связана с его местом в экономической политике этих стран. Оно определяет особенности динамики и уровня номинального и реального валютного курса, выбор адекватного курсового режима, его влияние на внешнюю торговлю и финансовый рынок.

Для трансформируемых стран характерно использование валютного курса в качестве одного из средств макроэкономической стабилизации после либерализации цен. В этих целях валютный курс применялся в начале 90-х годов в Польше, затем во многих восточноевропейских и прибалтийских странах, а также в России и других государствах СНГ. Сначала такой метод стабилизации принес положительные результаты. Главным из них было значительное снижение темпов инфляции. Однако во многих странах этого добились за счет роста реального курса национальной валюты, который стал одним из основных факторов валютного кризиса и кризиса фондового рынка.

Специфика использования валютного курса как антиинфляционного «якоря» во многих ПСС, обусловившая неадекватность его режима экономической ситуации и целям реформ, состояла в том, что эти страны пытались в качестве целевых ориентиров денежно-кредитной политики применять три несовместимых показателя - рост денежной массы, реальных процентных ставок и реального валютного курса (повышение которого следует сдерживать, чтобы не снижать конкурентоспособность экспорта страны). «Однако, - пишет итальянский экономист М.Нути, - чем-то необходимо поступиться: в открытой экономике со свободным движением товара и капитала национальные власти не могут независимо устанавливать более одного из этих показателей»<sup>163</sup>. В противном случае, как показывает международный опыт, не удастся достигнуть приемлемой динамики реального валютного курса и стимулирования экономического роста.

---

<sup>163</sup> Цит. по Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь?». М.: Дело, 2000, с.45-46.

Здесь следует сделать небольшое отступление, чтобы внести ясность в некоторые понятия. При рассмотрении проблем валютного курса обычно употребляют такие понятия, как внутреннее и внешнее обесценение валюты, номинальный, реальный валютный курс, паритет покупательной силы валют, заниженный и завышенный курс валюты. Эти понятия, рассмотренные в комплексе, характеризуют состояние курса данной валюты по сравнению с другими валютами, являются важнейшей составляющей при принятии решений в области валютной политики и регулирования валютного режима страны. Снижающийся номинальный (биржевой) курс валюты отражает ее внешнее обесценение, т.е. снижение по отношению к другой валюте (обычно к американскому доллару). Внутреннее обесценение определяется темпом инфляции в данной стране. Если номинальный курс скорректировать на темп инфляции, то получим реальный курс данной валюты. В обиходе выражение «реальный курс» часто употребляют в смысле достоверный, правильный курс, отражающий фактическую покупательную способность валюты. Так, сравнивают сколько и какого товара можно купить, например, на 1 рубль и на 1 доллар. Нередко понятие реальный валютный курс в первом смысле (т.е. скорректированный на инфляцию номинальный курс) употребляют как синоним, или почти как синоним, понятия паритет покупательной силы валют (ППС). Этой ошибки не избежал и Г.Л.Шагалов в статье «Вопросы валютного курса стран СНГ»<sup>164</sup>. Он пишет, что «паритеты покупательной способности национальных валют стран СНГ... являются приемлемой аппроксимацией реального валютного курса». (с.7). В таблице 2 (первая колонка) он просто ставит знак равенства между реальным курсом и ППС рубля к доллару США. Численные значения ППС и реального курса могут быть близки друг к другу, однако, по существу, речь идет о совершенно разных категориях. ППС - это расчетный показатель, выражающий соотношение национальных уровней цен в двух странах или группе стран (или внутренних цен в стране и мировых цен). В связи с этим С.М.Борисов совершенно справедливо пишет, что «... на практике подлинной осно-

---

<sup>164</sup> См.: Внешнеэкономический бюллетень, 2000, № 7.

вой формирования и поддержания валютных курсов паритет покупательной способности стать не мог: присущие ему нестабильность и неоднозначность вследствие прямой зависимости от развития инфляционных процессов и субъективных подходов исключила такую возможность»<sup>165</sup>. В то же время реальный валютный курс - это чисто практическая категория, которая постоянно используется во внешней торговле, например, для определения выгоды экспорта. Нельзя согласиться и с положением Г.Л.Шагалова, что реальный курс является первоосновой номинального (с.4-5). В действительности и номинальный и реальный курсы валюты являются ценой данной валюты по отношению к другим валютам. Просто в динамике величины реального курса валюты сопоставлено ее внешнее и внутреннее обесценение. Кроме того, на наш взгляд, совершенно не оправданно проводить (даже с оговорками) аналогию номинального курса с ценой товара, а реального с его стоимостью в соответствии с положениями марксистской экономической теории.<sup>166</sup> Как известно, согласно экономической теории К.Маркса, стоимость товара - это абстрактная категория, не поддающаяся количественному определению. В то же время реальный валютный курс - это совершенно конкретная величина, имеющая определенное численное выражение.

ППС может служить весьма примерным ориентиром для оценки степени заниженности или завышенности номинального курса валюты какой-либо страны. Сравнение динамики ППС и номинального курса в известной мере может показать тенденцию в сторону заниженности или завышенности курса, хотя эти понятия очень относительны.

Возвращаясь к первой особенности валютного курса в ПСС, отметим, что в 90-е годы номинальный курс их валют был постоянно занижен, а реальный курс в большинстве этих стран систематически рос. По имеющимся оценкам, степень занижения (рассчитанная как отношение фактических курсов национальных

---

<sup>165</sup> Борисов С.М. Рубль золотой, червонный, советский, российский... М.: Инфра-М, 1997, с.57.

<sup>166</sup> См. Внешнеэкономический бюллетень, 2000, №7, с. 4-5

валют в долларах США к паритетах покупательной силы в 1993-1996 гг.) составляла в Чехии, Венгрии, Польше - 40-60%, в странах СНГ - 30-70%. Занижение номинального курса валют этих стран связано с необходимостью стимулирования экспорта для финансирования внешнего долга и утечки капитала за счет актива внешнеторгового баланса, а также для использования расширения экспорта как важнейшего фактора экономического роста.

Еще одна особенность валютного курса во многих постсоциалистических государствах связана с возможностью его использования для функционирования механизма конвертируемости их национальных валют. Качество «обслуживания» валютным курсом этого механизма прежде всего в наименее продвинутых странах СНГ разительно отличается от наиболее развитых стран Центральной и Восточной Европы, не говоря уже о западных странах. Под высоким качеством обслуживания курсом конвертируемости национальной валюты мы понимаем возможность беспрепятственного обмена национальной валюты на иностранную и наоборот по достаточно стабильному и единому валютному курсу. Возможности для выполнения валютным курсом такой функции зависят от его режима (т.е. от системы организации обмена валют и способа установления и изменения курса), сбалансированности платежей между странами и уровня необходимых для поддержания курса валютных резервов, развитости финансового рынка, адекватности мер по регулированию движения капитала и рынка ценных бумаг. Таким образом, для нормального функционирования механизма конвертируемости, важнейшим элементом которого является валютный курс, необходимы соответствующая экономическая база, конкурентоспособный экспорт, рыночная институциональная инфраструктура, определенная степень интегрированности в мировую экономику. Эти условия пока почти или совсем отсутствуют в менее развитых восточноевропейских странах и в большинстве государств СНГ. Несмотря на это, 7 государств Содружества (Армения, Грузия, Казахстан, Киргизия, Молдавия, Россия, Украина) в 1995-1997 гг. присоединились к ст. VIII Устава МВФ, т.е. формально ввели конвертируемость своих валют по текущим операциям в отношении резидентов и нерезидентов. Правда, внешняя конвертируемость на-

циональной валюты в этих государствах, означающая (помимо свободного обмена национальной валюты на иностранные валюты для иностранных юридических и физических лиц) возможность использования национальной валюты также для расчетов за пределами страны с котировкой ее на валютных рынках других стран, пока реализуется в очень незначительной мере. В российском валютном законодательстве и соответствующих законах стран СНГ не содержится положений о применении национальной валюты в качестве средства платежа по внешнеторговым сделкам.

Дефицит иностранной валюты и узость валютного рынка ограничивают и внутреннюю конвертируемость национальных валют стран СНГ. В связи с этим пока рано говорить о реальном выполнении упомянутыми странами всех требований ст. VIII, а национальные валюты стран СНГ (называемые обычно ограниченно конвертируемыми), на наш взгляд, правильнее называть ограниченно используемыми (в отличие от «свободно используемых валют» согласно ст. XXX Устава МВФ, признаками которых является то, что они действительно широко используются для платежей по международным операциям и являются предметом активной торговли на основных валютных рынках. Дело в том, что понятия «конвертируемость и возможность использования валюты» не совпадают. В национальных рамках конвертируемость в действительности в большей степени является юридической категорией, которая не отражает и не гарантирует реального использования валюты для расчетов.

Рассмотренные особенности валютных курсов ПСС, естественно, влияют на перемещение капитала внутри страны, его движение через границу, состояние валютного и фондового рынков (которые в свою очередь, воздействуют на валютный курс).

Перелив капитала внутри страны в значительной мере определяется изменениями доходности на валютном рынке и рынке государственных ценных бумаг. Так, например, в России после введения плавающего курса рубля и его резкой девальвации в 1992 г. валютный рынок стал наиболее привлекательной сферой для краткосрочного вложения капитала. В результате мер по снижению инфляции под влиянием размещения первых серий,

доходность которых превышала доходность от вложений в валюту, капитал устремился с валютного рынка на фондовый. Этот фактор и поддержание курса рубля в рамках введенного в июле 1995 г. валютного коридора значительно уменьшили привлекательность доллара в качестве объекта спекулятивных операций. Официальные цели введения валютного коридора в соответствии с Совместным заявлением правительства и Банка России состояли в «обеспечении стабильности на валютном рынке, защите отечественных производителей и населения». На самом деле эти цели, конечно, были более многоплановыми. Речь шла не только о снижении инфляции, обеспечении предсказуемости изменения валютного курса, но также о дедолларизации экономики и мобилизации валюты в руках государства, переориентации финансовых потоков на рынок государственных краткосрочных облигаций с целью обеспечения неинфляционного финансирования дефицита бюджета, создании условий для оживления инвестиций и возобновления экономического роста. Близорукость и непоследовательность экономической политики в последующие два года стали главными причинами того, что важнейших из этих целей (оживления капиталовложений и возобновления роста экономики) достигнуть не удалось, а дело кончилось крахом 17 августа 1998 г.

В принципе при отсутствии каких-либо валютных и других ограничений схема взаимосвязи валютного курса и движения капитала в страну и из страны состоит в том, что при притоке капитала под влиянием более выгодной процентной ставки иностранные инвесторы покупают национальную валюту. В результате этого ее реальный курс повышается, что дестимулирует экспорт и стимулирует импорт. При перемещении потоков капитала валюты играют роль, подобную другим активам (акциям, облигациям и другим финансовым инструментам). Банки, пенсионные фонды и прочие инвесторы вкладывают капиталы в различные валюты, учитывая их ожидаемую доходность и связанные с вложениями риски. Более высокая процентная ставка привлекает инвесторов при покупке определенной валюты до тех пор, пока ожидаемое снижение ее курса не уравновесит получаемую от процента выгоду. В отношении влияния на валютный курс при-

ток капитала в страну аналогичен росту актива торгового баланса, вызывающего рост валютных резервов и предложения иностранной валюты на валютном рынке данной страны. Оба эти фактора могут привести к «импортируемой инфляции» в результате расширения денежной массы при обмене иностранной валюты на национальную. Однако в отличие от роста валютных резервов вследствие превышения экспорта над импортом (которые остаются в распоряжении Центрального банка) капитал может внезапно «уйти» из страны и вызвать резкий всплеск спроса на валюту и давление на курс национальной валюты в сторону его понижения. Это осложняет регулирование валютного курса. Расширение денежного предложения при притоке капитала ведет к снижению процента (в результате чего дальнейший приток капитала дестимулируется), понижению реального курса национальной валюты, что способствует восстановлению равновесия по текущим статьям платежного баланса.

При оттоке капитала внешнее равновесие восстанавливается через тот же механизм, но при этом процессы идут в противоположном направлении.

Однако в действительности все происходит не так просто, не с таким автоматизмом. Опыт ПСС показывает, что приток спекулятивного капитала ставит перед денежно-кредитной и валютной политикой серьезные проблемы, которые успешнее решаются при более развитой финансовой сфере и, в частности, более «продвинутом» фондовом рынке. В середине 90-х годов в ряде этих стран наблюдался значительный прилив краткосрочного капитала. В таких странах, как Венгрия, Чехия, Словакия, Польша, Литва, своего пика он достиг в 1995 г. (так, в Чехии в 1995 г. доля чистого притока капитала<sup>167</sup> в ВВП была самой высокой, составив 17,8%. В Венгрии она достигла 17,3%). Причины притока капитала имели существенные различия в отдельных странах. Основными из них были высокие процентные ставки и низкий валютный риск, увеличение заимствований предприятий

---

<sup>167</sup> Чистый приток капитала оценивается по данным соответствующих статей платежного баланса без учета изменений в международных резервах и с учетом сальдо по статье «ошибки и пропуски».

за рубежом, активная продажа национальных предприятий иностранным инвесторам, либерализация доступа нерезидентов на рынок государственных облигаций.

Наряду с положительным влиянием иностранных вложений на финансирование инвестиций и обновление технико-технологического потенциала, динамику потребления, приток капитала, особенно спекулятивного, как уже было отмечено, связан с рядом негативных последствий (давление на валютный курс в сторону его повышения, разбухание денежной массы, питающее рост цен; угроза стабильности и гибкости банковской системы в результате неоправданного расширения объема кредитования), нейтрализация которых требует четкого взаимодействия денежно-кредитной и валютной политики. Активные меры по стерилизации притока капитала, т.е. «откачки» излишней ликвидности, в 1995-1996 гг. были приняты в Чехии, Словакии, Венгрии и Польше. В то же время режимы валютного курса в этих странах стали более гибкими. В дополнение к стерилизационным мерам в 1995 г. в Чехии и Словении был введен контроль за импортом капитала.

В менее «продвинутых» по пути трансформации странах центральным банкам не удалось нейтрализовать негативные эффекты от иностранных вложений, что привело к нежелательному росту денежной массы и способствовало росту реального курса валюты. Это было связано в основном с ограниченными возможностями для стерилизации притока капитала в условиях неразвитости фондовых рынков (в частности, отсутствия абсорбирующих излишки ликвидности привлекательных финансовых инструментов) и косвенных средств денежно-кредитной политики, в связи с чем эти страны еще не могли учитывать многие макроэкономические переменные и показатели состояния банковской системы и на этой основе строить монетарную политику, адекватную происходящим процессам.

Особенно наглядно взаимосвязь валютного курса и финансового рынка проявилась во время валютно-финансовых потрясений 1998 г. в России и других странах СНГ. Августовский кризис в России, где финансовый кризис стал выражением кризисного состояния всей экономической системы, структуры производ-



ства и экономической политики, послужил «детонатором» для падения валют и фондовых рынков других стран Содружества, поскольку большинство этих стран подражало России в области реформирования экономики. Это зачастую слепое копирование валютной политики России и ее шагов по созданию и регулированию фондового рынка привело к тому, что страны переняли все положительные и отрицательные черты в этой области. Поэтому, когда рухнул рубль и российский фондовый рынок, аналогичные процессы начались в других странах СНГ.

Российский кризис привел к значительной девальвации валют этих стран, изменениям в режимах валютного курса в ряде государств Содружества<sup>168</sup>, сокращению валютных резервов, заметно ухудшил состояние нарождающихся фондовых рынков (прежде всего Украины).

При рассмотрении российского кризиса 1998 г. необходимо подчеркнуть роль валютного фактора, который, на наш взгляд, был его главной причиной. Именно фиаско рубля послужило спусковым механизмом для других факторов, прежде всего кризиса государственных финансов, обрушения пирамиды ГКО, проявление которых было подготовлено отсталостью структуры и деградацией реального сектора, слабостью банковской системы, хроническими неплатежами и другими причинами. Правильное определение роли режима валютного курса в комплексе причин кризиса имеет принципиальное значение, учитывая, что в условиях неразвитости средств денежно-кредитной политики и финансовой системы в России валютный курс является важнейшим инструментом экономической политики и защиты экономики от финансовых потрясений.

Российский кризис разразился прежде всего не в результате азиатского и мирового финансового кризиса, как полагают некоторые российские и зарубежные экономисты. Он не был прямым результатом дефицита бюджета и государственного долга, хотя

---

<sup>168</sup> После 17 августа 1998 г. Белоруссия вместо валютного коридора ввела режим управляемого «плавания» своей валюты, Украина расширила рамки валютного коридора, а Киргизия вместо изменения курса сома в зависимости от ситуации стала применять управляемое плавание.

все эти факторы сыграли большую роль. На самом деле этот кризис явился следствием отсутствия согласованности целей макроэкономической политики правительства и Банка России, которая привела к глубокому противоречию между стремлением поддерживать фиксированный курс рубля и несостоятельными методами покрытия бюджетного дефицита. Это убедительно показано в уже упоминавшейся книге М.Ф.Монтеса и В.В.Попова.<sup>169</sup>

В самом грубом виде механизм возникновения кризиса складывался из следующих звеньев: роста реального курса рубля, ухудшения в результате этого баланса по текущим операциям, оттока капитала в ожидании девальвации, исчерпания валютных резервов и обвала рубля. Кризис вызревал с 1995 г., когда, как уже говорилось, был введен валютный коридор, и вскоре после этого реальный курс рубля стал завышенным. Ситуацию можно было спасти на этой ранней стадии с помощью девальвации рубля. Ведь искусство проведения адекватной курсовой политики как раз и состоит в своевременности укрепления или ослабления национальной валюты. Однако правительство впало в панику и в дополнение к слишком запоздалой девальвации рубля объявило совершенно лишённый смысла дефолт (хотя к середине 1998 г. весь государственный долг России составлял менее 60% ВВП, т.е. отнюдь не представлял реальной опасности).

Очень важно, что иностранные инвесторы, выведившие свои капиталы с фондового рынка, утратили доверие к способности российских властей своевременно обслуживать государственный долг. Одним из главных факторов такого недоверия стала роковая «связка» курса рубля с чрезмерно высокой ставкой рефинансирования Банка России, определявшей предельную доходность ГКО. При этом Банк России глубоко заблуждался, считая, что «ставка рефинансирования - страж стабильности рубля»<sup>170</sup>. При этом «архитекторы» монетарной политики забывали, что доходность по ГКО в рублях, многократно превышавшая доходность правительственных займов в валюте (евробондов),

---

<sup>169</sup> Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь?». М.: Дело, 2000, с.47-71.

<sup>170</sup> Эксперт, 1998, 9 февраля, с.8.

представляла собой огромный *валютный* риск для инвесторов, думавших прежде всего о возможной девальвации рубля, а не об отказе государства платить по своим долгам.

В связи с финансовыми потрясениями конца 90-х годов обращает на себя внимание тот факт, что наиболее развитые страны Центральной и Восточной Европы оказались мало затронутыми этими драматическими событиями. И это не случайно. Одни из основных причин этого заключаются в проведении взвешенной политики валютного курса и осторожном регулировании движения капитала, которые в отличие от России и других стран СНГ обеспечили им достаточно надежную защиту от мирового финансового кризиса. Валютные режимы в Польше, Венгрии, Чехии, Словакии уже были подготовлены к кризису, поскольку в середине 90-х годов, как уже говорилось, эти страны перешли к более гибким системам валютного курса. В Венгрии применяется режим «ползучей привязки» форинта, в Чехии используется механизм управляемого «плавания», а в Словакии - плавающий курс национальной валюты. В начале апреля 2000 г. и Польша после нескольких лет применения «ползучей привязки» ввела плавающий курс злотого. При этом одна из целей этого шага заключалась в сдерживании притока спекулятивного капитала.

Меры постепенной либерализации валютных режимов в этих странах увязывались с последовательным ослаблением ограничений в области движения капитала, что во многом обусловлено предстоящим вступлением этих стран в ЕС.

Проблема взаимосвязи валютного курса и фондового рынка продолжает быть очень актуальной прежде всего для менее развитых стран Центральной и Восточной Европы и государств СНГ, финансовые рынки которых делают свои первые шаги. При этом, как показывает опыт Польши, Венгрии и Чехии, механизм этого взаимодействия в сочетании с другими средствами денежно-кредитной политики способен оградить фондовый рынок и экономику в целом от финансовых потрясений.

## 4.2. Регулирование движения капитала

Регулирование трансграничного движения капитала, как уже было отмечено, самым тесным образом связано с государственным регулированием фондового рынка и финансового рынка в целом. В то же время оно представляет собой особую сферу международных валютно-кредитных и финансовых отношений данной страны. Специфика этой сферы состоит прежде всего в том, что приток и отток капитала прямо и косвенно влияет на состояние национальной валюты, ее курс, монетарную и бюджетную политику государства, его финансовую и банковскую систему, экономический рост, внешний долг и валютные резервы. Это влияние может быть позитивным и негативным. Финансовые кризисы конца 90-х годов прошлого века однозначно показали, что отсутствие взвешенного государственного регулирования движения капитала, стремление к форсированной валютной и финансовой либерализации оборачивается огромным ущербом для менее развитых стран с еще слабой экономикой и финансовой системой, к которым относятся и постсоциалистические государства. Преждевременная либерализация доступа нерезидентов на рынок ценных бумаг чревата опасностью резкого оттока валюты из страны в случае финансовых потрясений. В то же время она открывает дорогу для массовой утечки национального капитала в иностранные банки и офшорные зоны из стран, где инвестиционный климат, по мнению инвесторов, является еще недостаточно благоприятным для вложений в экономику. Не случайно ведущие страны Западной Европы полностью отменили ограничения по капитальным операциям в конце 70-х - начале 80-х годов.

В валютном отношении ослабление ограничений в области движения капитала равносильно расширению сферы конвертируемости национальной валюты. Сегодня большинство стран мира, присоединившись к условиям статьи VIII Устава МВФ, применяют частичную конвертируемость своих валют, т.е. их свободный обмен на другие валюты только по текущим операциям. И лишь довольно небольшое число стран (в конце прошлого века их было 27) ввели полную обратимость своих валют. Однако, по мнению некоторых специалистов, учитывающих определенное вмешательство властей в валютные операции, «в мире существует всего три полностью сво-

бодных конвертируемых валюты: американский доллар, фунт стерлингов и марка ФРГ»<sup>171</sup>.

В этом смысле национальные валюты постсоциалистических стран, принявших требования статьи VIII, являются частично конвертируемыми, причем реально выполняют эти функции не полностью, учитывая недостаточный уровень их валютных резервов и слабость экономического и финансового потенциала.

При общей тенденции к либерализации трансграничного движения капитала в условиях глобализации финансовых рынков и все большей интеграции этих стран в мировую финансовую систему в этой области есть большие различия в подходах к этому процессу, учету его влияния на трансформацию в целом, последовательности и взвешенности принимаемых мер, в отношении контактов с международными организациями, связанными с отменой ограничений по капитальным операциям.

В отличие от других постсоциалистических стран Венгрия, Польша и Чехия активизировали деятельность в этой области в связи с переговорами о вступлении в ОЭСР. В середине 90-х годов они приняли ряд мер по либерализации движения капитала.

Характерным примером последовательной политики относительно движения капиталов среди стран с переходной экономикой является Венгрия. Ее политика в этой области отличается системностью и постепенностью. При этом меры по либерализации допуска нерезидентов на фондовый рынок страны являются предметом особого внимания со стороны валютных властей. Первые активные шаги в этом направлении были сделаны в начале 1994 г., когда нерезиденты получили право покупать облигации венгерского правительства на первичном и вторичном рынках, но при условии получения разрешения Национального Банка Венгрии (НБВ) на покупку каждой отдельной серии. Кроме того, иностранцы получили возможность с разрешения НБВ покупать казначейские векселя. (Венгерским банкам было разрешено покупать иностранные ценные бумаги со сроком погашения менее одного года. Однако небанковским учреждениям по-

---

<sup>171</sup> Борисов С.М. Рубль золотой, червонный, советский, российский. М.: Инфра-М, 1997, с.59.

прежнему запрещалось осуществлять портфельные инвестиции за рубежом).

В соответствии с новым Валютным законом, вступившим в силу с 1 января 1996 г., нерезиденты получили право уже без разрешения НБВ покупать венгерские ценные бумаги со сроком погашения более 1 года. Венгерским компаниям было разрешено инвестировать средства за рубежом, если приобретаемая доля акций в капитале иностранного предприятия составляла не менее 10%. (Правда, это касается только предприятий, находящихся в странах ОЭСР). Одновременно они получили право без разрешения НБВ брать иностранные кредиты сроком более 1 года.

В начале 1996 г. нерезиденты получили возможность покупать венгерские ценные бумаги с первоначальным сроком в 365 дней и более (независимо от остаточного срока). В то же время было разрешено продавать в Венгрии облигации и акции, выпущенные правительствами стран ОЭСР и компаниями, зарегистрированными в этих странах, с кредитным рейтингом AAA. С начала 1997 г. любые расположенные в странах ОЭСР компании получали право продавать в Венгрии акции и обращающиеся ценные бумаги инвестиционного уровня (т.е. с рейтингом от Aaa до Baa (агентства «Moody» и от AAA до BBB (рейтинговых агентств «Standart and Poor's» или «Fitch»)).

В 1998 г. меры по либерализации движения капиталов включали в себя предоставление нерезидентам права продавать Венгрии различные ценные бумаги (деноминированные в иностранной валюте), со сроком погашения более года, возможность резидентов покупать акции, облигации и другие ценные бумаги предприятий стран ОЭСР независимо от их кредитного рейтинга; разрешение деятельности на внутреннем рынке филиалам иностранных компаний; покупку резидентами недвижимости за границей (с уведомлением о сделках валютных властей); получение кредитов в иностранной валюте за рубежом сроком более года венгерскими физическими лицами (раньше это разрешалось только юридическим лицам); получение нерезидентами кредитов в форинтах от иностранцев.

В первой половине 90-х годов в Польше действовала достаточно жесткая система валютных ограничений, касавшаяся в

первую очередь внутренней конвертируемости злого и движения капиталов. Позднее стал осуществляться процесс либерализации валютного режима.

Для сдерживания спекулятивных портфельных инвестиций в стране действовало правило минимального приобретаемого зарубежными инвесторами пакета краткосрочных ценных бумаг. Это ограничение было снято после 1998 г., когда оно уже успело оказать благоприятное воздействие (в том числе и на структуру портфельных инвестиций в сторону более долгосрочных).

В Польше в 1996 г. иностранные компании получили право на приобретение акций, допущенных в обращение для нерезидентов; эмиссию акций на польском фондовом рынке на сумму до 300 млн. злотых при условии согласия со стороны Комиссии по ценным бумагам; получение займов на польском финансовом рынке со сроком погашения более одного года; предоставление займов польским хозяйствующим субъектам со сроком погашения более одного года. В то же время польские юридические лица теперь имеют право приобретать акции фирм, располагающихся в странах, с которыми Польша заключила соглашение о защите инвестиций (объемом до 1 млн. злотых), а для стран ОЭСР - без ограничения объема; приобретать недвижимость стоимостью до 50 тыс. долл. на одно юридическое лицо; осуществлять портфельные инвестиции в долговые бумаги со сроком обращения более одного года; предоставлять займы и получать кредиты со сроком погашения более одного года; предоставлять поручительства и гарантии, а также торговые кредиты иностранным субъектам<sup>172</sup>.

В 1997 г. польские власти сняли почти все ограничения по экспорту капитала из страны. Тем не менее, до конца не осуществлена либерализация движения капиталов, связанная со вступлением в ОЭСР. Основная проблема возникает в связи с тем, что продажа земли иностранцам до сих пор не разрешена.

Ограничения продолжают действовать в отношении прямых инвестиций в определенные отрасли экономики, однако они не носят характера запрета.

---

<sup>172</sup> Zeszyt PBR-CASE N 37, Warszawa, 1998, s.26-27.

В Чехии в 1995 г. юридические лица получили возможность осуществлять прямые инвестиции и приобретать имущество за рубежом в заявительном порядке.

Основные сохранившиеся ограничения касаются приобретения иностранцами недвижимости в Чехии. В остальном был сделан большой прогресс в части либерализации валютной сферы. На этапе экономического развития, характеризовавшемся значительным экономическим ростом и притоком иностранного капитала, такой шаг был вполне оправдан.

Меры по дальнейшей либерализации движения капитала были приняты в 1998 г. Было отменено разрешение на осуществление операций по 10 видам, в том числе касающимся иностранных портфельных инвестиций, производных финансовых инструментов и др. Однако в большинстве этих сфер для осуществления сделок необходимы валютные лицензии. По достаточно большому кругу операций сохраняется требование о предоставлении информации.

До вступления Чехии в ЕС должны быть отменены существующие ограничения в отношении:

- предоставления финансовых кредитов нерезидентам (на сегодняшний день действует разрешительный порядок);
- купли-продажи иностранной валюты и золота в слитках;
- покупки иностранных ценных бумаг чешскими субъектами;
- эмиссии иностранных ценных бумаг в Чехии или их продажи на чешском рынке (разрешительный порядок);
- осуществления чешскими субъектами иных, кроме прямых, инвестиций;
- открытия счетов чешскими субъектами за рубежом (разрешительный порядок);
- приобретения нерезидентами недвижимости<sup>\*)</sup>.

---

<sup>\*)</sup> Согласно действующему валютному законодательству, нерезиденты могут получить право собственности на недвижимость исключительно в следующих случаях: в порядке наследования; для дипломатического представительства другого государства на основе принципа взаимности; в случае приобретения недвижимости в безраздельную совместную собственность супругов, только один из которых является иностранцем, или



Чехия также, как Венгрия и Польша, отходит от сравнительно жестких ограничений на движение капитала. В этих странах валютная либерализация не стала одномоментной акцией или хаотичным процессом, не имеющим под собой иных целей, кроме как возможно скорейшее открытие рынка.

В отличие от этих стран для политики России в области регулирования трансграничного движения капитала характерны отсутствие логики, последовательности и должного учета экономического и финансового положения страны. Особенно наглядно это проявилось в разрешении (впоследствии отмененном) свободного допуска нерезидентов на рынок государственных бумаг в 1996 г., что стало одним из факторов финансового кризиса 1998 г. (когда нерезиденты стали «выводить» крупные суммы с рынка).

В соответствии с российским валютным законодательством валютные операции осуществляются при условии получения разрешения Банка России или, в отдельных случаях, его территориальных учреждений.

Очевидно, что в валютной сфере необходимы четкая и ясная правовая база и исполнение закона. Однако существующее российское законодательство пока этим не отличается. В частности, нет четкого разграничения текущих и капитальных операций. (Это не соответствует и схеме платежного баланса МВФ, которую Россия применяет, но лишь в основных чертах). Отсюда та совершенно неоправданная фактическая свобода и бескон-

---

приобретения недвижимости иностранцем от супруга, родителей; обмена собственной недвижимостью на территории Чехии на другую недвижимость на территории Чехии, стоимость которой не превышает стоимости первоначальной недвижимости; в случае наличия первоочередного права на покупку, вытекающего из условий совместного долевого владения недвижимостью; в случае объекта, построенного иностранцем на принадлежащем ему участке. Кроме того, ограничения на приобретение нерезидентами земли сельскохозяйственного назначения содержатся и в Законе от 1991 г. «О регулировании отношений собственности на землю и сельскохозяйственное имущество»: параграф 3 этого Закона запрещает перевод сельхозземель в собственность нерезидентов.

трольность движения капитала через российскую границу, от которой выигрывают лишь спекулянты и криминал.

В 1997 г. был сделан ряд шагов, направленных на упорядочение валютного режима, расширение рамок конвертируемости для резидентов, а также для нерезидентов с целью поощрения иностранных инвестиций в России. Совет директоров Банка России принял «Положение об изменении порядка проведения некоторых видов валютных операций». Это решение призвано навести порядок в довольно запутанной правовой базе конвертируемости рубля, которая включает в себя некоторые нормы Закона «О валютном регулировании» бывшего СССР, положения российского Закона «О валютном регулировании и валютном контроле», а также инструкции и распоряжения Банка России. Юридическая база валютного хозяйства создавалась наспех, когда Россия начинала реформы и стремилась побыстрее вступить в МВФ. Большой вред резидентам России причиняло несоответствие практики установленным правовым нормам. В частности, в российском Законе «О валютном регулировании и валютном контроле» предусмотрено, что текущие валютные операции (т.е. расчеты во внешней торговле, переводы в Россию и из России процентов, дивидендов, переводы неторгового характера) осуществляются без ограничений. В действительности это положение зачастую оставалось на бумаге. При этом на практике ряд текущих операций (в частности, перевод валюты гражданами за границу) рассматривался как операция, связанная с движением капитала, для осуществления которой требовалось разрешение Банка России. Уже упомянутое решение Банка России предусматривает введение уведомительного порядка в отношении всего, что можно отнести к неторговым платежам. К числу разрешенных операций относятся также плата за обучение и лечение россиян за рубежом, страховые взносы, выплата пенсий, пособий, алиментов и других социальных платежей. Теперь коммерческие банки могут не только осуществлять эти платежи без разрешения Банка России, но также не несут перед ним ответственности в случае нежелания проводить такие операции. Решение расширяет рамки либерализации движения валюты за пределы текущих операций. В нем предусмотрено положение, по которому отменяются ограни-

чения на использование российскими гражданами своей иностранной валюты для покупки некоторых видов недвижимости за границей (а это уже чисто капитальная операция). Отменяется также ограничение, согласно которому запрещалось переводить валюту за рубеж за импортируемые товары, если срок их поставки превышал 6 месяцев.

В конце сентября 1997 г. вступил в силу «Порядок осуществления переводов иностранной валюты из Российской Федерации и в Российскую Федерацию без открытия текущих валютных счетов». Российские граждане получили возможность переводить деньги за границу без ограничений целей перевода и без разрешения Банка России (но не более 2 тыс. долл. в день и не на коммерческие нужды). Для нерезидентов сумма, перечисляемая гражданину России без открытия им счета, не ограничена, за исключением наследственных выплат, обязательных к зачислению на банковские счета. Несмотря на установленный Банком России документарный контроль со стороны коммерческих банков за всеми переводами, здесь, конечно, были возможны злоупотребления (например, частный перевод валюты из разных банков).

Следующий шаг в области либерализации движения капитала был сделан в июне 2001 г., когда президент подписал поправки к Закону «О валютном регулировании и валютном контроле», предусматривающие определенную либерализацию валютного режима. В частности, российским гражданам разрешено без согласования с Банком России переводить за рубеж до 75 тыс. долл. в год для покупки ценных бумаг. Машиностроительным предприятиям и строительным организациям продлен срок возврата валютной выручки соответственно до трех и пяти лет.

Либерализация вывоза капитала в условиях его постоянной «утечки» из страны создает парадоксальную ситуацию, когда при низкой инвестиционной активности и слабом использовании фондового рынка для финансирования инвестиций власти отменяют ряд ограничений в области движения капитала, исходя из ложной посылки, что в результате ослабления валютного контроля капитал перестанет реально «убегать» из России. Зарубежный опыт убедительно показал, что при слабой переходной экономике и финансовой системе России, крупных платежах по обслужи-

ванию внешнего долга, зависимости страны от экспорта энергоносителей валютный контроль должен быть более строгим и в то же время гибким.

В других органах СНГ существуют очень большие различия в степени жесткости ограничений в области трансграничного движения капитала. Наиболее суровые ограничения имеют место в Туркменистане, Узбекистане. В то же время самый либеральный режим установлен в Киргизии. Остальные страны имеют более или менее строгие валютные режимы, но с тенденцией к их некоторой либерализации.

В Туркменистане при строжайшем валютном контроле в середине 2000 г. президент страны обязал все туркменские юридические лица, имеющие вклады за рубежом, вернуть деньги на родину. Возвращенные средства необходимо вложить в Центральный банк и коммерческие банки. Не совсем ясно, имеет ли эта мера увещательный характер или за ней кроются какие-то санкции. В любом случае, в силу своеобразных норм, применяемых в стране, она может оказаться действенной, что нанесет удар, в том числе и по российским банкам, в которых находится около 30% всех средств на счетах туркменских экономических агентов за границей<sup>173</sup>.

В Киргизии одновременно с введением национальной валюты в 1993 г. было объявлено о полной либерализации движения капитала, о допуске нерезидентов на валютный и фондовый рынки, то есть об отсутствии каких-либо валютных ограничений.

В Украине важная мера в сфере движения капиталов была принята президентом страны весной 2000 г. Им был подписан указ об амнистии капиталов, вывезенных из страны за годы независимости. Очевидна его направленность на изменение движения потоков капитала. Амнистия планировалась как однократное мероприятие, которое продлится от 3 до 8 месяцев. В течение этого срока налоговые и прочие органы не вправе требовать у владельцев информацию о происхождении капитала. Разумеется, на обратное вложение средств в экономику страны есть ряд ограничений. Они касаются того, что средства необходимо переводить в

---

<sup>173</sup> Экономические новости России и Содружества, 2000, № 13, с.2.

украинские банки, которые государство обязывает хранить банковскую тайну.

По мере наращивания экономического потенциала, формирования эффективных рыночных институтов, одним из которых является фондовый рынок, по мере совершенствования системы государственного регулирования, адекватного требованиям соответствующего этапа трансформации и взаимодействия с международной финансовой сферой, будет происходить отмена ограничений в области трансграничного движения капитала. Вместе с тем такая либерализация будет сопровождаться введением системы контроля за финансовыми операциями с целью недопущения уклонения от налогов, отмыванием денег, эффективной борьбой с криминальными сделками внутри страны и в сфере внешнеэкономических связей. Это предполагает создание соответствующих систем информации органов финансового контроля и постоянного мониторинга финансовых потоков. Такие системы уже функционируют в ведущих западных странах, и их опыт сможет быть очень полезным для постсоциалистических государств.

#### **4.3. Постсоциалистические страны и международный рынок капиталов**

Развитие рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах неразрывно связано с интеграцией трансформируемых стран в мировую экономику, мировую финансовую систему.

Фондовый рынок трансформационных государств образует «подсистему» мирового финансового рынка, основными частями которого являются мировой денежный, кредитный, рынок ценных бумаг и валютный рынок. Процесс взаимодействия «нарастающих» национальных фондовых рынков с мировым становится все более интенсивным в ходе глобализации мирового хозяйства. В ходе этого процесса постсоциалистические страны становятся частью международного рынка капиталов.

Интеграция в мировую экономику, повышение степени открытости экономики постсоциалистических государств оказывает все возрастающее влияние на все стороны хозяйственной жизни

ни этих государств. При этом она служит мощным фактором обеспечения устойчивого экономического роста. В то же время, как уже было отмечено в гл. I, участие в мировых валютно-финансовых отношениях сопряжено с определенными опасностями и рисками.

Жизнь показала, что развитие различных форм внешнеэкономических связей открывает для переходных экономик новые рынки и новые возможности для накопления капитала. Расширение экспорта служит важным стимулом увеличения производства, а импорт и иностранная конкуренция способствуют обновлению технологий, техники, совершенствованию менеджмента и удовлетворению все более разнообразного потребительского спроса.

Основное значение финансовой составляющей интеграции трансформационных стран в мировое хозяйство состоит в обеспечении притока столь необходимого капитала, чтобы компенсировать характерный для большинства этих стран недостаток внутренних сбережений для финансирования капиталовложений. Потребность в инвестициях в постсоциалистических государствах такова, что, по имеющимся прогнозам, приток капитала только в европейские переходные экономики в первой декаде XXI века составит не менее 150 млрд. долл. Предполагается, что эти вложения будут представлять в основном частный капитал при сокращении роли международных финансовых институтов. Есть также оценки, согласно которым крупные инвестиции поступят в страны СНГ, если для этого будут необходимые экономические и политические предпосылки.

Влияние связей с развитыми фондовыми рынками западных стран и мировыми финансовыми центрами на фондовые рынки трансформируемых стран как таковое проявляется в области развития и совершенствования их правовой, информационной, технологической инфраструктуры, форм и методов регулирования. Эти органы стремятся «подтянуться» к уровню развитых государств. В то же время воздействие молодых рынков ценных бумаг на международные финансовые потоки и тем самым на фондовые рынки развитых стран связано с тем, что постсоциалистические страны открывают для них огромные инвестици-

онные возможности. Эти возможности используются главным образом странами, имеющими излишки сбережений, которые превышают их внутренние инвестиционные потребности. В связи с этим капитал устремляется в те страны, где имеет место его дефицит и доходность вложений может быть очень высокой, т.е. на развивающиеся рынки. Вместе с тем инвестиции могут быть очень «рисковыми». До мирового финансового кризиса в 1997 г. на новых молодых рынках было продано акций на внушительную сумму в 2,7 трлн. долл., что составило примерно 14% от суммы продажи акций во всем мире. При этом оборот фондовых рынков таких более развитых постсоциалистических стран, как Венгрия, Польша и Чехия, превышал оборот России. Среди нарождающихся рынков впереди всех была КНР, где в 1997 г. оборот фондового рынка составил 230%<sup>174</sup> его капитализации, т.е. каждая акция более двух раз сменила своего владельца. По этому показателю (80%) Венгрия и Польша находились между США и Бразилией, Малайзией и Грецией, а Россия была среди наименее активных рынков, таких как Израиль и ЮАР.

До потрясений конца 90-х годов фондовые рынки ряда ПСС, как уже говорилось, привлекали иностранных инвесторов чрезвычайно высокой прибыльностью операций. При этом специфика динамики рынка ценных бумаг относительно вектора движения экономики в наименее «продвинутых» странах этой группы состояла в том, что этот рынок рос, доходность, прежде всего, государственных бумаг повышалась, и в то же время экономика переживала глубокий спад. В то время налицо было явное обособление фондового рынка от реального сектора. Власти стремились использовать механизм фондового рынка для решения проблем финансирования государственных расходов, создавая крайне выгодные условия для вложений нерезидентов в государственные краткосрочные облигации.

Такая практика была типична, прежде всего, для властей России и Украины.

На рынке акций этих стран в поддержании их высоких курсов существенную роль играл фактор спекуляции в основном со

---

<sup>174</sup> Колодко Г. В., *Op.cit.*, с.281.

стороны внутренних инвесторов. В то же время взлет их курсовой стоимости в 1996-1997 гг. в значительной мере связан с искусственным занижением цены приватизируемых активов и последующим «выравниванием» этого перекоса на фондовом рынке в процессе поиска более реальной цены акций. Не последнюю роль в высокой волатильности курсов акций на российском, украинском рынках, а также на биржах других стран СНГ сыграли и такие факторы, как отсутствие внятной принципиальной политики и эффективного корпоративного управления, которое способствовало неоправданным ожиданиям инвесторов и в то же время усиливало неопределенность. Эти ожидания, питавшие рост курсов акций в указанные годы, сменились падением спроса на корпоративные бумаги, когда иностранные инвесторы убедились в том, что этот рост подобен мыльному пузырю и не имеет здоровой экономической основы. Большую роль в резком изменении поведения нерезидентов сыграл и начавшийся в 1997 г. азиатский кризис.

Отношение нерезидентов к вложениям в ценные бумаги постсоциалистических стран во многом определяется инвестиционным климатом в этих странах и поведением отечественных инвесторов. При этом одним из признаков нездорового инвестиционного климата является постоянное бегство капитала из страны. Это явление характерно прежде всего для России и ряда других стран СНГ. По различным оценкам, в 1992-1999 гг. из России «убежало» 235-300 млрд. долл.<sup>175</sup> При этом наиболее активно капитал уходил за рубеж в 1996-1998 гг. Во второй половине 90-х годов ежемесячный нелегальный отток капитала из страны составлял 1,5-2 млрд. долл. Такие масштабы бегства капитала превышали иностранные инвестиции и кредиты, поступавшие в страну в форме частных вложений и заимствований у международных финансовых организаций.

Отток капитала за рубеж фактически означает предоставление кредита другим государствам, инвестиции в их финансовые инструменты в то время, как в стране, из которой капитал бежит, существует острый инвестиционный голод и валютные

---

<sup>175</sup> Внешнеэкономический бюллетень, 2000, № 1, с.30.



резервы находятся на недостаточно высоком уровне или ощущается их дефицит. В то же время хроническое бегство капитала из страны свидетельствует об отсутствии достаточного доверия предприятий и банков власти, национальной валюте, банковской системе и фондовому рынку и тем самым крайне неблагоприятно влияет на его капитализацию, стабильность и возможности развития.

По имеющимся оценкам, несколько более 5% от общей суммы вывезенного из России капитала (при этом эксперты исходили из того, что она составляет примерно 250 млрд.долл.) было потрачено на приобретение недвижимости, предметов роскоши и т.п. Остальные 95%<sup>176</sup> пока лежат мертвым грузом (для России!) в западных банках. В то же время иностранные банки «зарабатывают» на этом крупные деньги.

В отношении возврата капиталов в Россию (несмотря на продолжающийся отток капитала) необходимо отметить, что на рубеже веков в этой области происходят определенные позитивные подвижки. Так, в 2000 г. в Россию (впервые за 10 лет) вернулись более 300 млн.долл. Этому, несомненно, способствовало то, что между властью и деловыми кругами устанавливаются отношения взаимного уважения и доверия. Вместе с тем Западу экономически и политически не выгодно, чтобы капитал возвращался на родину. Во-первых, он не намерен расставаться с такими огромными капиталами, которые сейчас используются в западной экономике (заметим, что сумма российского капитала в западных банках примерно вдвое превышает весь внешний долг России). Во-вторых, Запад всерьез опасается усиления позиций российских компаний на мировом рынке. Вернувшийся в страну капитал стал бы мощным фактором повышения конкурентоспособности России, что привело бы к огромным убыткам западных фирм. Именно поэтому есть явные признаки того, что ряд крупных банков и корпораций Запада объединился в некий «неформальный Давос» и реализует свою стратегию, направленную на дискредитацию российской экономической политики, раздувание скандалов вокруг якобы «грязных» российских денег, их «отмы-

---

<sup>176</sup> Известия, 2000, 31 января.

вания». Тем не менее в октябре 2002 г. Россию вычеркнули из «черного списка» FATF\*. Этим попыткам Россия должна противопоставить и уже противопоставляет сильную политическую волю, последовательность в проведении рыночных реформ, единство общества, правительства и бизнеса. Именно на этой основе и в рамках правового государства будет обеспечена политическая и экономическая стабильность, необходимая для привлекательного инвестиционного климата как важнейшего условия для притока иностранного и возвращения «сбежавшего» капитала.

Фондовые рынки ПСС взаимодействуют с рынками развитых и развивающихся государств. Эта взаимосвязь является многоплановой и имеет свою специфику. Она касается масштабов и направления движения капиталов, воздействия на состояние и динамику финансового и, в частности, фондового рынка отдельных стран; поведения их участников; применяемых финансовых инструментов и технологий; регулирования движения капитала и рынка. Западные страны выступают прежде всего как источники капитала для развивающихся и постсоциалистических стран. С западных рынков другие страны заимствуют новые или более совершенные информационные средства и технологии финансовых операций.

Динамика западных финансовых рынков во многом определяет движение курсов валют и доходность финансовых инструментов на рынках стран третьего мира и постсоциализма. В свою очередь две последние группы стран как сферы приложения капитала влияют на западные рынки и, следовательно, состояние этих рынков. При этом, как показал кризис конца 90-х годов, зародившийся в Азии, обрушение рынков развивающихся стран сыграло существенную роль в финансовом кризисе России и ряда других стран СНГ, который, со своей стороны, бумерангом неблагоприятно отозвался на рынках развивающихся стран и повлиял на стратегию и тактику западных инвесторов на менее развитых финансовых рынках.

---

\* Международный орган, занимающийся отслеживанием движения нелегальных доходов и других источников «грязных денег».

На движение мировых финансовых потоков, их направления, величину, структуру и развитие фондового рынка постсоциалистических государств уже оказывают влияние и в дальнейшем будут еще больше влиять такие факторы, как вступление стран ЦВЕ и Балтии в Евросоюз, образование субрегиональных «блоков» в рамках СНГ, участие трансформационных стран в ВТО, развитие региональных объединений в Юго-Восточной Азии и Латинской Америке.

Из числа ПСС пока только три государства (Венгрия, Польша, Чехия) являются членами МВФ, МБРР, ВТО и ОЭСР. Остальные страны этой группы участвуют в основном в МВФ и МБРР. Присоединение многих из этих стран к ст.VIII Устава МВФ (т.е. обязательство не применять валютных ограничений по текущим операциям, означающее применение конвертируемости национальной валюты в этой сфере внешнеэкономических связей) в середине 90-х годов и членство в ОЭСР (предусматривающее постепенную либерализацию движения капитала) оказывают непосредственное влияние на взаимодействие фондового рынка данной страны с рынками ценных бумаг других стран и мировыми финансовыми центрами.

Динамика курсов акций на рынках ПСС в тенденции следует за его движением на западных фондовых рынках и прежде всего на американском. Это одно из проявлений глобализации мировой финансовой сферы, все большей интегрированности фондовых рынков трансформируемых государств в мировую экономику. Отмечая это явление применительно к России, Н.Кириченко сказал, что «наши фондовые индикаторы ведут себя как послушная тень NASDAC»<sup>177</sup>. Однако такая в целом тесная корреляция характерна в основном для периодов относительно спокойного движения конъюнктуры на фондовых рынках Запада и стран с развивающимися рынками ценных бумаг, к которым относятся и постсоциалистические государства. В периоды финансовых потрясений такой корреляции не наблюдается. Напротив, движение фондовых индикаторов имеет разные факторы. Так, в разгар азиатского кризиса, повлиявшего на состояние пре-

---

<sup>177</sup> Эксперт, 2001, № 1-2, с.63.

жде всего нарождающихся фондовых рынков, на рынках развитых стран в первой половине 1998 г. была отмечена повышательная тенденция. В частности, индекс Доу Джонса вырос на 14,4%, а Международный индекс «Морган Стенли» (он включает 23 развитых страны) - на 17,4%. В то же время индекс курсов акций в России за этот период упал примерно в два раза: в Венгрии снижение составило 8,6%, Чехии - 1,7%. В Польше этот индекс почти не изменился. Это служит одним из свидетельств того, что фондовый рынок Польши был наиболее стабильным среди постсоциалистических стран.

Влияние международного рынка капиталов на фондовые рынки постсоциалистических стран и их взаимодействие с ним имеет свою специфику в отношениях этих стран с развитыми и развивающимися государствами, особенно с так называемыми «кризисными» странами (Индонезия, Малайзия, Таиланд, Филиппины). В первом случае речь идет прежде всего о том, что в долгосрочном плане конъюнктура «поведения» рынков ценных бумаг особенно менее развитых постсоциалистических стран, как уже было отмечено, во многом обусловлена изменениями на западных рынках. При этом рынки, прежде всего России и других стран СНГ, функционируют как «преобразователи информации», поступающей с основных фондовых рынков Запада, т.е. в целом отражают тенденции в динамике их индикаторов. Однако в отношении прогнозирования возможных трендов западные показатели имеют основное значение с точки зрения *качественной* характеристики конфигурации данного национального рынка. В то же время прогноз динамики показателей фондовых рынков России и других стран Содружества в *количественном* отношении на основе западных котировок отличается очень большой неопределенностью, обусловленной, видимо, не только недостаточной информацией о всех факторах и взаимосвязях, но и самой природой формирующегося фондового рынка постсоциалистических стран, не позволяющей сделать достаточно точные оценки. К такому выводу на основе учредительных расчетов пришел компетентный исследователь фондового рынка переходных экономик

В.Евстигнеев.<sup>178</sup> Он сделал его применительно прежде всего к России. Однако характер рынка акций в других странах СНГ в принципе мало чем отличается от российского. Для расчетов были использованы индексы курсов акций РТС, Доу Джонса, британский FTSE и германский DAX, японский NIKKEI. При прогнозировании возможной динамики рынков России и других стран Содружества, имеющего первостепенное значение для их участников, в количественном отношении внимание необходимо уделить прежде всего анализу самих этих рынков с учетом их особенностей.

Внешнее негативное влияние на ситуацию на нарождающихся фондовых рынках особенно наглядно проявилось в годы кризиса в конце 90-х годов. После ошутимого шока от азиатского кризиса 1997 г. казалось, что в начале 1998 г. эти рынки начинают приходить в себя. Однако кризис повлек за собой сокращение притока капитала, увеличение разницы в доходности по отдельным видам облигаций, падение курсов акций в большинстве стран с молодыми рынками ценных бумаг. Ситуацию усугубили девальвация рубля и российский дефолт. Опасения, что нечто подобное может произойти в других странах, еще более обострили положение на фондовых рынках развивающихся и большинства ПСС. В первой половине 1999 г. ситуация на этих рынках начала несколько стабилизироваться, однако разница в доходности отдельных бумаг оставалась значительной, рынки западных стран по-прежнему были закрыты для менее развитых стран.

Объемы операций с облигациями и иностранной валютой на рынках этих стран значительно сократились по сравнению с докризисным периодом, поскольку спрос на заемные средства понизился и многие инвесторы ушли с рынка.

Кризисы в азиатских странах, России и Бразилии с точки зрения причин и симптомов был частью «переоценки», т.е. пересмотра рисков, связанных с вложениями капитала в развивающиеся и постсоциалистические страны. Огромный приток капи-

---

<sup>178</sup> Российский фондовый рынок и мировая экономика // Politekonom, 1998, N 2(9), с.52; Финансовый рынок в переходной экономике. М.: Эдиториал УРСС, 2000.

тала (нетто) прежде всего в развивающиеся страны, нараставший до 1998 г., резко сократился в 1998-2000 гг. (Это видно из таблицы). Если взять приток брутто, то в конце 1999 г. и первой половине 2000 г. рост его возобновился. Приток капитала в постсоциалистические страны уменьшился примерно в 2,5 раза в 1999 г. по сравнению с 1998 г. и в 2000 г. увеличился всего на 2,3 млрд. долл. против объема 1999 г.

**Таблица 13**

**Приток капитала (нетто)  
в развивающиеся и постсоциалистические страны<sup>1)</sup>**  
(млрд.долл.)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>2)</sup>	2001 <sup>3)</sup>
Всего	131,9	177,3	147,1	227,1	226, 7	167, 9	121, 5	80,4	56,3	125,9
<i>в т.ч.:</i>										
Постсоциалистические Страны	7,6	21,1	-5,1	45,2	23,9	32,4	34,9	13,2	15,5	17,6

<sup>1)</sup> Сальдо притока и оттока (погашение кредитов, утечка, бегство капитала и др.);

<sup>2)</sup> Оценка ; <sup>3)</sup> Прогноз

Источник: World Economic Outlook, IMF, 2000, September, p.98.

По прогнозам Института международных финансов при МВФ, в первые годы нового века инвестиции-нетто на развивающихся рынках будут стагнировать.<sup>179</sup> Основной причиной этого называют ухудшение экономической ситуации в США. Однако это не значит, что они не будут расти на рынках постсоциалистических стран, учитывая их огромные инвестиционные потребности и в целом более устойчивое поступательное развитие.

До кризиса 1997 г. развивающиеся рынки рассматривались западными инвесторами почти как главная сфера для инвестиций, но в 1997-2000 гг. ситуация кардинально изменилась. При этом большую роль сыграл «эффект домино», когда падение од-

<sup>179</sup> Эксперт, 2001, 5 февраля, с.50.

ного рынка (в Таиланде) неминуемо приводит к цепной реакции на рынках других стран, также предрасположенных к валютным и фондовым потрясениям. Тесная взаимосвязь глоболизирующихся финансовых рынков привела к тому, что падение цен активов на одних рынках перекинулось на другие. При этом главную роль играли решения постоянных участников рынка и крупных инвесторов в отношении изменения структуры инвестиционного портфеля. В то же время роль основных макроэкономических факторов в кратковременных перепадах цен на финансовые инструменты была невелика.

Потрясения на финансовых рынках в конце 90-х годов вызвали существенные изменения в поведении инвесторов и эмитентов. Снижение спроса на активы на развивающихся рынках сопровождалось тем, что инвесторы все больше предпочитали активы с меньшим кредитным риском и большей ликвидностью. В результате этого доля облигаций без кредитного рейтинга, продаваемых на этих рынках в 1999 г., сократилась по сравнению с 1997 г. Вместе с тем значительно повысилось среднее «качество» новых облигаций с точки зрения их кредитоспособности (риска, ликвидности и доходности), поскольку все больше эмитентов способствовали этому посредством их лучшего обеспечения активами. В то же время инвесторы стали отдавать предпочтение государственным облигациям.

Неурядицы на международном финансовом рынке нанесли ощутимый удар по банковским системам ряда развивающихся и постсоциалистических стран, последствия которого они, очевидно, будут преодолевать и в первые годы нового века. Это относится к кризисным азиатским странам, отдельным странам Латинской Америки, наименее продвинутым государствам ЦВЕ, России и другим странам Содружества. Крах многих крупных банков в России, Украине, необходимость оздоровления их банковских систем крайне негативно влияют на восстановление и развитие рынка ценных бумаг, поскольку слабость этого важнейшего сегмента финансового рынка тормозит нормальное взаимодействие всех его частей.

В то же время в передовых странах ЦВЕ банковские системы оказались мало затронутыми финансовым кризисом. Они

продолжали привлекать значительные капиталы и расширять кредитование набирающего силу реального сектора. Обращает на себя внимание тот факт, что, например, в Польше и Венгрии существенную роль в обеспечении устойчивости банков, несмотря на относительно крупные вложения иностранных инвесторов в корпоративные ценные бумаги этих стран, сыграли значительная доля иностранного капитала в ряде банков, постоянное повышение эффективности банковского надзора и регулирования банковской системы в преддверии вступления в Евросоюз.

В области отношений ПСС с мировой финансовой системой и международными рынками капитала особую роль играют международные финансовые организации, прежде всего МВФ и МБРР. С начала трансформации МВФ стал проводить активную политику влияния на формирование рыночной экономики в этих странах, принимая во внимание их огромное воздействие на современную и будущую геополитическую и геоэкономическую ситуацию в мире в эпоху интенсивной глобализации всех форм мирохозяйственных связей. В начале 90-х годов поддержка реформ в постсоциалистических странах стала одним из главных приоритетов в деятельности МВФ. В первые годы переходного периода первоочередной задачей было предоставление финансовой помощи постсоциалистическим государствам, которые испытывали острую потребность в ресурсах для финансирования экономики. В 1992-1998 гг. страны с переходной экономикой использовали различные кредиты МВФ на сумму 76,6 млрд. СПЗ, а доля кредитов этим странам в общем объеме кредитов Фонда с 1992 г. по 1993 г. повысилась с 19,1 до 30,3%, в 1995 г. снизилась до 26,7%, в 1996 г. вновь возросла до 36,8%, а в 1997 г. и 1998 гг. составила соответственно 32% и 33,2%.<sup>180</sup> На рубеже XX века значение кредитов МВФ в финансировании постсоциалистических стран в целом существенно уменьшилось. Однако для таких государств как Россия, Украина, Молдова, Грузия, Румыния, кредиты МВФ продолжают играть важную роль.

---

<sup>180</sup> Мельников В.Н. Международные финансовые институты и их роль в трансформационных процессах постсоциалистических стран. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1999, с.93.



Фонд осуществляет постоянный мониторинг в различных областях развития этих стран. При этом предоставление финансовой помощи ставится в зависимость от выполнения определенных требований, прежде всего в отношении экономической политики, и связано с политическими соображениями.

Как известно, помимо кредитов МВФ оказывает переходным экономикам содействие в форме так называемой технической помощи, консультаций экспертов и т.д.

В нашу задачу не входит рассмотрение и оценка этих сторон деятельности Фонда, ее плюсов и минусов. Применительно к исследуемому в данном разделе вопросу и теме работы в целом следует обратить внимание на то, что МВФ является тем международным институтом, без одобрения которого доступ к другим международным источникам капитала для постсоциалистических стран сильно затруднен или просто невозможен. Фонд представляет собой своеобразный контрольно-пропускной пункт, где дается оценка кредитоспособности страны, во многом формирующийся ее рейтинг на международных финансовых рынках. Одобрение Фонда необходимо для получения кредитов МБРР и ЕБРР, урегулирования долгов странам Парижского и Лондонского клубов, размещения евробондов, получения кредитов в частных коммерческих банках западных стран. Характер отношений данной страны с МВФ оказывает большое влияние на приток иностранных инвестиций в ПСС.

Таким образом, МВФ в большей или меньшей степени влияет на все формы отношений трансформационных стран с международной финансовой сферой, в частности, с рынками капиталов других стран и мировых финансовых центров. Это обстоятельство необходимо иметь в виду при рассмотрении различных сторон взаимодействия этих стран с мировым финансовым рынком и интеграции в международную валютно-финансовую систему.

Все формы притока капитала в постсоциалистические страны так или иначе связаны с ценными бумагами и фондовым рынком. Это относится к частному и государственному капиталу.

В контексте темы настоящей работы нас интересует связь основных составляющих притока капитала в постсоциалистиче-

ские страны с фондовым рынком, финансовыми инструментами, тенденции во взаимодействии различных форм вложений капитала.

В начале периода трансформации главными источниками капитала, как уже отмечалось, были международные финансовые организации и кредиты, которые предоставлялись правительствами (Парижский клуб стран кредиторов) и частными банками (Лондонский клуб кредиторов). Постепенно ведущую роль в финансовых потоках в ПСС стали играть частный капитал, прежде всего в форме прямых инвестиций. В 90-е годы на них, как правило, приходилось 30-50% всех иностранных вложений в эти государства. За ними следовали портфельные инвестиции. Доля их заметно колебалась по годам, составляя 20-30%. Другими формами привлечения капитала в постсоциалистические страны являются выпуск облигаций государственными и частными эмитентами, акции участия в программах выпуска депозитарных расписок.

**Таблица 14**

**Формы иностранных инвестиций (нетто)  
в постсоциалистических странах**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>1)</sup>	2000 <sup>2)</sup>
Частный капитал	4,6	21,9	8,6	51,1	19,3	6,2	28,4	13,4	16,0	18,2
<i>в т.ч.:</i>										
Прямые инвестиции	4,2	6,0	5,3	13,0	12,8	17,2	20,3	20,7	21,7	23,5
Портфельные инвестиции	0,1	8,7	17,3	14,6	14,7	10,6	-6,0	-7,1	8,3	9,2
Другие формы	0,3	7,3	-14,0	23,4	-8,1	-21,6	2,0	-0,3	-14,0	-14,6
Государственный капитал	3,0	-0,8	-13,7	-5,9	4,6	26,2	6,5	-0,2	-0,5	-0,6

<sup>1)</sup> Оценка ; <sup>2)</sup> Прогноз

Источник: World Economic Outlook, IMF, 2000, September, p.98.

Портфельные инвестиции оказывают непосредственное влияние на конъюнктуру рынка акций, состояние валютного рынка, курс национальной валюты. Прежде всего это относится,

как уже отмечалось в разделе 4.1, к внезапному притоку (и оттоку) краткосрочного спекулятивного капитала. Из таблицы видно, что в отличие от прямых инвестиций портфельные вложения характеризуются значительными колебаниями особенно в период кризисных финансовых потрясений. Вложения нерезидентов в государственные ценные бумаги также можно рассматривать как особую форму портфельных инвестиций (в традиционном понимании портфельные инвестиции - это приобретение акций предприятий с целью получения дохода). При этом резкие перепады притока и, конечно, оттока капитала, связанные с приобретением и продажей краткосрочных государственных облигаций, сыграли существенную роль в качестве фактора развития финансового кризиса конца 90-х годов.

Связь прямых иностранных инвестиций с рынком ценных бумаг и их влияние на него определяются тем, что эта форма вложений капитала носит долгосрочный и неспекулятивный характер. В отличие от портфельных главной целью прямых инвестиций является не получение дохода, а обеспечение контроля над каким-либо предприятием в другой стране или приобретение его в собственность. Обычно это происходит в тех случаях, когда иностранная фирма намеревается использовать производственное или торговое предприятие данной страны для получения большей прибыли, расширения сбыта своей продукции (не опасаясь высоких таможенных пошлин), перемещения собственного производства в страны с более низкой заработной платой, богатыми источниками топлива и сырья.

Составляющие прямых инвестиций в западных странах с некоторыми нюансами примерно одни и те же. Например, согласно §55 «Постановления о применении закона о внешнеэкономических связях» от 22 августа 1961 г. в прямые инвестиции ФРГ за границей включаются:

- 1) создание или покупка предприятий;
- 2) создание или покупка филиалов;
- 3) создание или покупка дочерних предприятий;
- 4) приобретение долей участия в предприятиях;
- 5) обеспечение этих предприятий, филиалов, дочерних компаний основным капиталом или денежными средствами;

б) предоставление кредитов предприятиям, которые принадлежат кредитору, являющемуся резидентом ФРГ, или в которых он непосредственно или косвенно участвует, или предприятиям, на управление которыми он оказывает большое влияние вследствие предоставления кредита».<sup>181</sup>

В ФРГ, США, как и в других странах Запада, считают, что инвестиции являются «прямыми», т.е. обеспечивают возможности контроля, в том случае, когда доля участия в капитале предприятия составляет по крайней мере 25%. Если она меньше, то инвестиции относят к портфельным. Конечно, такая классификация очень условна, поскольку реальный контроль за предприятием, как показывает практика, иностранная фирма может осуществлять и при меньшей доле участия.

В связи с этим по существу и при статистическом учете весьма затруднительно провести четкую границу между прямыми и портфельными иностранными инвестициями в предприятия. (Конечно, таких сомнений не возникает при вложениях в государственные ценные бумаги).

С точки зрения связи с ценными бумагами и их рынком из понятия прямые инвестиции следует, что непосредственное отношение к ним имеют такие формы вложений, как приобретение долей участия в акционерном капитале предприятий или контрольного пакета акций компаний.

В конце 90-х годов постсоциалистические страны все активнее участвуют в новых процессах, характерных для международного финансового рынка. Специфика современных тенденций на этом рынке состоит прежде всего в том, что происходит дальнейшая глобализация развивающихся рынков акций при одновременной регионализации (прежде всего это относится к Азии) рынка облигаций долгов. В 1999 г. общие заимствования развивающихся и постсоциалистических стран на рынках акций, облигаций и синдицированных займов увеличились на 15% по сравнению с 1998 г. и продолжали расти в 2000 г. При этом особенно быстро рос рынок акций, а рынок бондов и займов расширялся менее высокими темпами. На рынке акций тон все больше задают

---

<sup>181</sup> Deutsche Aussenwirtschaft, 1961, Nr.36.

высокотехнологичные компании, телекоммуникационные компании, относящиеся к «новой экономике». Их доля в привлечении средств в развивающиеся и постсоциалистические страны в форме эмиссии акций повысилась с 28% в 1998 г. до 57% в 1999 г. и, по оценкам, 77% в первой половине 2000 г.<sup>182</sup> Доля этих компаний в общей эмиссии облигаций в 1998-1999 г. составляла 12 и 18%, а синдицированных займов - 18 и 15%. Главную роль здесь играют компании из стран Азии и Латинской Америки. Постсоциалистические страны Европы пока занимают скромное место, а Россия делает только первые шаги на этом рынке. Примечательно, что на рынках акций развитых стран доля упомянутых компаний с 1999 г. уже меньше, чем компаний из государств с нарождающимися финансовыми рынками (в 1999 г. она составила 54%, а в первой половине 2000 г. - 75%).

Характерной особенностью участия постсоциалистических стран в привлечении капиталов на рынке акций является все более широкое использование различных видов депозитарных (или депозитных) расписок<sup>183</sup>, основную роль среди которых играют американские (далее АДР). Этот финансовый инструмент является новым для постсоциалистических стран и в меньшей мере для развивающихся государств. АДР изобрела в 1927 г. американская компания «Морган Гэренти Траст». АДР - это наиболее распространенный метод торговли иностранными (кроме канадских) акциями США. Мотивом для создания АДР послужило то, что при продаже иностранных акций на американском рынке, если они не зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), продавец может быть наказан по Закону о ценных бумагах 1933 г. АДР позволили осуществлять продажу акций, незарегистрированных эмиссией, не опасаясь привлечения к ответственности. В дальнейшем использованию АДР и других ви-

---

<sup>182</sup> International Capital Markets, IMF, 2000, March, p.69.

<sup>183</sup> Помимо американских депозитарных расписок - ADR (в нашей литературе называемых АДР), существуют глобальные депозитарные расписки (GDR - ГДР) и европейские депозитарные расписки (EDR - ЕДР). Выпуск и обращение глобальных и европейских расписок регулируется законами европейских стран.

дов депозитарных расписок способствовало то, что во многих странах (и в России) есть ограничения на «вывоз акций за границу» (в том числе «бездокументарных», то есть существующих только в электронном виде). Механизм депозитарных расписок позволяет это обойти, не нарушая закона. При этом сами акции остаются внутри страны, а на зарубежных биржах и внебиржевом рынке идет торговля расписками, подтверждающими право на владение акциями того, кто приобрел эти расписки. Если расписки выпускаются по инициативе эмитента (т.е. иностранного банка-депозитария), то они называются «спонсируемыми». Такие АДР почти всегда регистрируются в SEC. Если АДР эмитируются по запросу инвестора, то речь идет о «неспонсируемых» расписках, которые можно не регистрировать.

АДР - это американские производные ценные бумаги, выпускаемые американскими банками. Они обращаются на рынке ценных бумаг США в соответствии с американским законодательством и правилами торговли этим финансовым инструментом. Расписки представляют собой требование (сертификат) на акции, на основе которых они выпущены. АДР свидетельствует о том, что их владелец (держатель) имеет право собственности на акции какой-либо иностранной компании, находящиеся в одном из местных банков-депозитариев (обычно в филиалах этих банков, расположенных в странах, где находятся компании, на акции которых выпущены расписки), на участие в управлении компанией, получение дивидендов и доли при продаже ее активов. Другими словами, владелец АДР имеет все права акционера. Он также может в любое время продать свои АДР.

В 1990-1999 гг. во всем мире значительно возросло число программ выпуска различных видов спонсируемых депозитарных расписок. Если в 1990 г. компании из 24 стран участвовали в 352 программах, то к концу 1999 г. в 1800 программах принимали участие фирмы из 78 стран, в том числе из более чем 50 стран с развивающимися рынками (т.е. сюда входят и компании постсоциалистических стран). За этот период программы эмиссии депозитарных расписок способствовали привлечению инвестиций в

размере 133 млрд. долл., в том числе 44 млрд. долл. в приватизацию предприятий<sup>184</sup>.

В конце 1999 г. общая рыночная капитализация акций компаний, участвующих в программах АДР, превысила 6 трлн. долл. Во второй половине 90-х годов (за исключением кризисного 1998 г.) 60-70% объема эмиссии акций компаний из развивающихся постсоциалистических стран связаны с функционированием программ выпуска различных видов депозитарных расписок.

Привлекательность депозитарных расписок для компаний постсоциалистических и других стран связана с тем, что участие в программе их выпуска позволяет получать кредит в банке-депозитории (при этом акции компании фактически служат залогом), расширить рынок своих акций, выйти на финансовые рынки США и Европы, привлечь иностранные вложения в компанию, повысить ликвидность акций, увеличить собственный капитал, повысить и стабилизировать цены на свои акции на зарубежных рынках, улучшить имидж компании. Очень важно, что, как показала практика, после презентации компаний постсоциалистических стран за рубежом наблюдается рост котировок их акций на внутреннем фондовом рынке.

Депозитарные расписки обычно имеют три уровня, которые отражают их своеобразный рейтинг. При этом третий уровень является наивысшим. Отнесение, например, АДР к тому или иному уровню связано с полнотой отчетности компании. Так, при выпуске АДР первого уровня от компании требуется лишь частичная отчетность, а для перехода на более высокие уровни необходима полная отчетность в соответствии с международными стандартами (IAS).

С точки зрения инвестора привлекательность депозитарных расписок состоит в том, что они открывают путь к выгодным инвестициям, новым рынкам; обеспечивают доступ к информации, необходимой инвесторам. Механизм этих расписок позволяет снизить транзакционные издержки, расходы на доверительное хранение акций. В качестве главного аргумента в отношении преимуществ вложений непосредственно в акции, а не депози-

---

<sup>184</sup> International Capital Markets, IMF, 2000, March, p.73.

тарные расписки, иногда выдвигают более высокую ликвидность таких вложений на рынках некоторых стран. Однако, возможность беспрепятственного превращения, например, АДР в акции (и наоборот) делает этот аргумент не очень убедительным.

В процессе освоения компаниями постсоциалистических стран нового для них рынка депозитарных расписок выявился ряд серьезных проблем прежде всего в области права и регулирования использования этих производных ценных бумаг. Особенно наглядно это видно на примере использования российскими компаниями АДР.

Первыми российскими участниками программ выпуска АДР были «Мосэнерго», «ЛУКОЙЛ», Черногорнефть, Северский трубный завод. К концу 2000 г. более 50 российских компаний имеют программы выпуска АДР, в том числе практически все «голубые фишки». (Ряд российских компаний также участвует в программах выпуска глобальных депозитарных расписок). На рубеже веков АДР стали основным средством привлечения иностранных портфельных инвестиций в российские акции.

Вопрос регулирования этого рынка приобретает особую актуальность и остроту в отношении таких компаний, как, например, «РАО ЕЭС», где на АДР приходится более 20% акций, которые могут оказать большое влияние на принятие тех или иных решений, в частности, о смене менеджмента или реструктуризации компании.

Большие различия в американском и российском законодательстве создают почву для нарушения прав акционеров и инвесторов в связи с использованием менеджментом голосов владельцев АДР, неопределенность в вопросе о правах банка-депозитария. Серьезной проблемой является монополизация рынка АДР. А.Н.Шохин заявил на слушаниях в Думе на тему «Совершенствование законодательства по защите прав инвесторов с учетом практики выпуска производных ценных бумаг на акции российских предприятий» в октябре 2000 г. (под производными ценными бумагами подразумеваются АДР): «Все регулирование этого бизнеса оказалось в так называемой серой зоне, что привело к возможности нарушения прав акционеров. К тому



же регулирующие органы до недавних пор не обращали внимания на эту проблему».<sup>185</sup>

По российскому законодательству банк-эмитент (и депозитарий) АДР в большинстве случаев выступает как собственник акций, на которые они выпущены. В то же время на практике банк-депозитарий является формальным владельцем акций компании, а не их собственником. Отсюда вытекают различия в правах акционеров при голосовании и правах менеджмента по управлению компанией. Банк-депозитарий выполняет в механизме использования АДР роль своеобразного диспетчера и посредника между акционерами, менеджментом и владельцами АДР. Одна из основных проблем состоит в четком определении и разграничении прав всех участников программы реализации АДР. Для решения этой проблемы ФКЦБ предлагает ввести специальный статус для банка - депозитария. Его назвали «квалифицированный (специальный) иностранный держатель». Суть состоит в том, что это специальный правовой режим, который не является ни режимом собственника, ни режимом номинального держателя ценных бумаг. Этот режим позволяет выполнить все требования владельцев расписок по голосованию<sup>186</sup>. ФКЦБ выступает против того, чтобы (как это предусмотрено во многих договорах российских компаний с Бэнк оф Нью-Йорк, который делал почти все программы выпуска АДР на их акции) менеджменту передава-

---

<sup>185</sup> Время, 2000, 17 октября.

<sup>186</sup> Его основной особенностью является то, что при получении от владельцев депозитарных расписок указаний на то, что они сами хотят голосовать на общем собрании, специальный держатель - эмитент депозитарных расписок имеет право предоставить эту информацию реестру компании, с тем чтобы владельцы депозитарных расписок оказались включенными в список лиц, участвующих в голосовании.

При отсутствии таких указаний либо при получении инструкций о голосовании самим эмитентом расписок за их владельцев и с указанием вариантов, как именно голосовать, такому специальному держателю предоставляется право осуществить так называемое многовариантное голосование в соответствии с количеством голосов, соответственно «за», «против» или «воздержался», которое скалькулировано по итогам сбора инструкций от всех владельцев депозитарных расписок.

лись права голосовать на общем собрании акционеров акциями, владельцы АДР на которые не дали банку директив по голосованию.

На упомянутых слушаниях был поставлен вопрос о необходимости введения четкого механизма государственного регулирования выпуска депозитарных расписок. ФКЦБ рекомендовали разработать положение о регистрации всех существующих программ эмиссии этих расписок. Кроме того, ФКЦБ должна проверить итоги голосования на общих собраниях акционеров с участием третьих лиц, которые голосовали по доверенностям акциями, являющимися базой для выпущенных АДР.

Помимо этого совершенно правильно предлагается запретить заключение соглашений о выпуске АДР (и других расписок) с пунктом об эксклюзивности, по которому все другие эмиссии АДР данной компании должны осуществляться только через данный банк-депозитарий. Это создаст необходимую конкурентную основу для выбора банка-эмитента.

Мы довольно подробно остановились на опыте России в применении депозитарных расписок не только потому, что они представляют собой современный и перспективный финансовый инструмент для участия России и других постсоциалистических стран на международном фондовом рынке, но также для того, чтобы показать, что российские компании и государство в лице ФКЦБ оказались неготовыми к их использованию. В значительной мере это произошло потому, что с самого начала серьезное дело было пущено на самотек. Компании взяли все в свои руки, государство вело себя пассивно, и при отсутствии достаточной правовой базы, при общей довольно низкой правовой культуре и уровне корпоративного управления возник целый комплекс сложных проблем, существенно затрудняющих эффективное функционирование механизма депозитарных расписок, столь нужного для развития рынка акций.

В 2000 г. появились признаки того, что на рынке депозитарных расписок может получить развитие новая сфера их применения. В мае инвестиционно-банковская группа «НИКойл» (один из крупнейших операторов фондового рынка России) заявила о своем намерении реализовать в Азербайджане первый в

СНГ проект выпуска депозитарных расписок на российские акции<sup>187</sup>.

Новый инструмент (АзДР) призван помочь решить две задачи: способствовать развитию фондового рынка Азербайджана и привлечь иностранный капитал для компаний, заинтересованных в реализации инвестиционных проектов.

Предполагается, что азербайджанские депозитарные расписки будут выпущены на акции пяти российских компаний - РАО «ЕЭС России», «ЛУКойл», «Сургутнефтегаз», «Мосэнерго» и «Ростелеком». Торги депозитарными расписками будут проходить на Бакинской фондовой бирже. Таким образом, с помощью российских «голубых фишек» Азербайджан решил привлечь инвесторов на местный фондовый рынок, поскольку ценные бумаги, выпускаемые местными эмитентами, интереса не вызывают.

АзДР будут азербайджанскими ценными бумагами на основе акций российских компаний, выпущенных в национальной азербайджанской валюте - манатах. Преимуществом их будет свободная конвертация. Если на азербайджанском рынке они не смогут найти покупателя или последнего не устроит та цена, по которой они продаются в Азербайджане, то они будут конвертированы обратно в акции и проданы на российском рынке.

Важным инструментом во взаимодействии постсоциалистических стран с международным финансовым рынком являются облигации. Они используются в двух основных функциях - как способ привлечения финансовых ресурсов государством, местными органами власти, частными компаниями и как средство реструктуризации внешнего долга. Во второй функции облигации стали неотъемлемой частью рынка долгов переходных экономик. При этом рынку облигаций, эмитируемых постсоциалистическими странами, в основном присущи тенденции, характерные для развивающихся рынков. Специфика динамики выпуска облигаций на этих рынках в 90-е годы состоит в том, что до 1998 г. имел место его значительный рост, а в 1998 г. рынок облигаций резко сократился и в последующие годы стал вновь расти, но гораздо более медленными темпами. На первичном рынке в последние

---

<sup>187</sup> Ведомости, 2000, 16 мая.

годы преобладают «суверенные», т.е. государственные заемщики. Это относится и к развивающимся и постсоциалистическим государствам.

Рынок еврооблигаций довольно активно используется более продвинутыми странами ЦВЕ и в меньшей степени странами СНГ (за исключением России). В середине 90-х годов на еврооблигации приходилось больше половины всех внешних заимствований Венгрии. В Польше в 1998 г. в приросте внешнего долга на 4,2 млрд. долл. около 1 млрд. долл.<sup>188</sup> приходилось на различные облигации. В 1997 г. Украина разместила еврооблигации на сумму 750 млн. немецких марок, а в 1998 г. выпустила эти облигации на 500 млн. ЭКЮ и 500 млн. долл. В 1999 г. Казахстан разместил два выпуска еврооблигаций на 200 и 350 млн. долл. В России доля евробондов в общем внешнем долге составляла в 1998 г. примерно 8%, а в начале 2000 г. около 10%.<sup>189</sup>

Следует отметить повышение рейтинга ряда этих стран по долгосрочным евробондам. В период с июля 1999 г. по июнь 2000 г. повысились рейтинги Венгрии и Польши. В то время понизился рейтинг Молдавии. В конце августа международное рейтинговое агентство «Fitch» повысило рейтинг российских еврооблигаций (с уровня «В-» до уровня «В») и определила его прогноз как стабильный<sup>190</sup>. Изменение рейтинга еврооблигаций оказывает существенное влияние на цены других государственных и частных долговых обязательств, а также на рынок корпоративных бумаг, поведение инвесторов в краткосрочной или более долгосрочной перспективе.

При этом необходимо отметить, что существует тесная взаимосвязь между состоянием рынка и рейтингом внешних валютных облигаций и конъюнктурой рынка облигаций по внутреннему долгу. Особенно наглядно это видно, например, из того, что благоприятное положение российских еврооблигаций способствует повышению спроса на ГКО-ОФЗ.

---

<sup>188</sup> Poland. International Economic Report. Warsaw 1999, p.128.

<sup>189</sup> Индикатор, 2000, № 9, с.12.

<sup>190</sup> Эксперт, 2000, 4 сентября, с.60.

В 90-е годы и начале нового века доля ПСС на вторичном рынке облигаций составляла порядка 8-10%. Речь прежде всего идет о средне- и долгосрочных еврооблигациях, а также синдицированных кредитах. Доходность облигаций на развивающихся рынках (с середины 1999 г. определяемая по I.P.Morgan's EMBI Global index) в 1999 г. в среднем составляла 16% и значительно превышала низкую (или отрицательную) доходность по бумагам с финансовым процентом на рынках развитых стран. В первые месяцы ее повышению способствовало успешное завершение переговоров по долгам России Лондонскому клубу, открывшее новые возможности для вложений в облигации, в которые была переоформлена российская задолженность.

Рынок средне- и долгосрочных еврооблигаций таит в себе огромные неиспользованные возможности для привлечения капитала частными компаниями ПСС при посредничестве коммерческих банков этих стран. Конечно, программы выпуска еврооблигаций эффективны только для достаточно крупных компаний, т.к. для этого необходимы финансовые отчеты, заверенные международными аудиторскими фирмами. Эмиссия еврооблигаций позволяет привлечь сравнительно недорогие средства на международных рынках капитала; повысить имидж компании на международных рынках капитала, расширить круг инвесторов и улучшить их информированность о кредитоспособности компании и таким образом обеспечить более легкий доступ к инвестициям в последующем; получить гибкий инструмент, позволяющий увеличивать сроки погашения отдельных выпусков при благоприятных условиях на рынках капитала, а также размещать выпуски в различных валютах; получить возможность использования преимуществ от управления инструментом с удобными условиями регулирования, не требующего дополнительных согласований и опирающегося на стандартные соглашения.

В начале нового века ряд российских компаний и банков активизировал свою деятельность на этом рынке и разместил еврооблигации на сумму около 2,5 млрд. долл.

**Таблица 15**  
**Выпуски еврооблигаций российских эмитентов**  
**в 2001-2002 гг.**

Эмитент облигаций	Сумма заимствований (млн. долл.)	Срок обращения	Процентная ставка (%)
«Газпром»	500	7 лет	10,5
Газпромбанк	50	5 лет	9,75
Газпромбанк	100	3 года	9,75
«Газпром»	500	5 лет	9,125
«Вымпелком»	250	3 года	10,45
«Сибнефть»	400	5 лет	11,5
ММК	100	3 года	10,1
Газпромбанк	200*	2 года	9,75
МТС	300	3 года	10,95
«Роснефть»	150	3 года	12,75

\* Сумма, млн. евро.

Источник: Эксперт, 2002, 14 октября, с. 5.

Выпуск еврооблигаций осложняется прежде всего такими факторами, как необходимость разрешения властей (в России это Министерство финансов и Банк России), проведение проверки финансового положения компаний, значительными расходами по организации программы эмиссии. Однако, как показывает опыт, преимущества от использования еврооблигаций во многом превосходят связанные с этим бюрократические и другие минусы.

Одной из новых тенденций эволюции финансовых рынков является все более широкое использование ценных бумаг и фондового рынка в кредитных отношениях и для финансирования долгов. Это происходит за счет снижения роли банковских кредитов. Как известно, это явление получило название «секьюритизации» (от английского слова «securities» - ценные бумаги). К этому процессу активно присоединились и постсоциалистические страны. Для них секьюритизация стала одной из форм интеграции в международную финансовую систему.

Импульсом к развитию секьюритизации послужил долговой кризис, поразивший развивающиеся страны в 70-х и начале 80-х годов. Он привел к тому, что многие страны-должники заявили о своей неспособности обслуживать и погашать свои долги. Это привело к серьезным изменениям на международном рынке долгов и финансовом рынке в целом. Они касаются объемов, направлений, структуры, финансовых потоков, состава участников финансового рынка, новой роли банков в финансовой сфере.

Многие банки сократили кредитование развивающихся стран и начали изыскивать и применять новые способы обслуживания заемщиков, которые позволили бы избежать прямых рисков, связанных с прямыми банковскими кредитами и переложить их на заемщиков. Можно сказать, что происходит «переключение» механизма финансирования с рынка банковских кредитов на фондовый рынок. Для заемщиков получение денег непосредственно от инвестора (кредитора) снижает стоимость кредита, трансакционные издержки, риски, связанные с колебаниями валютных курсов и процентных ставок. На первый план вышли рынки так называемых «финансовых инноваций», к которым относятся выпуски новых видов еврооблигаций, возобновляемые кредиты, займы с плавающими процентами, различные опционы, процентные, валютные свопы и др. Использованию секьюритизации и других финансовых инноваций способствовали развитие новых электронных информационных и коммуникационных технологий, либерализация движения капитала. Эти новые явления и тенденции - одно из характерных проявлений и существенные факторы глобализации мировой экономики в целом и финансовых рынков в особенности.

В русле тенденции секьюритизации внешних долгов можно рассматривать и так называемый «план Брейди», представляющий собой инициативу министра финансов США Н.Брейди (1989 г.) по урегулированию долгов развивающихся стран. В начале 90-х годов в этой схеме стали участвовать и постсоциалистические страны.

Цель этого плана состояла в добровольном сокращении долгов и их обслуживания. В качестве механизма для этого использовались обмен основного долга или долга по процентам на

облигации (Брейди-бонды), которые в дальнейшем обменяли на новые облигации сроком в 30 лет, выкуп части долга должником со скидкой. «Донорами», которые способствовали проведению этих операций банками-кредиторами, выступили МВФ, МБРР, Межамериканский банк развития, а также государства-кредиторы. В результате страны-должники «получили возможность вновь стать участниками международных рынков капитала на условиях, которые становились все более и более благоприятными. Произошло резкое увеличение притока частного капитала, особенно в странах, участвующих в операциях по плану Брейди, на которые раньше распространялись кредитные ограничения»<sup>191</sup>. Банкам-кредиторам план Брейди позволил «разморозить» значительную часть долгов и получить «живые» деньги. Следует также учитывать, что основной долг обычно был обеспечен казначейскими облигациями США. В 1990 г. общая сумма выпущенных Брейди-бондов составляла 50 млрд. долл. К 1995 г. она достигла 140 млрд. долл. (80% ее приходилось на страны Латинской Америки), в том числе 1,6 млрд. долл. составляли обязательства постсоциалистических стран (прежде всего Польши)<sup>192</sup>. В середине 90-х годов рынок Брейди-бондов был самым крупным и ликвидным рынком долгов развивающихся стран. Своего пика он достиг к марту 1997 г., когда непогашенный долг по этим облигациям составил 156 млрд. долл.<sup>193</sup> В последующие годы этот рынок сокращался и к началу нового века утратил свое былое значение, поскольку появились более привлекательные для вложений виды облигаций.

Польша выпускала Брейди-бонды по соглашению с Лондонским клубом, заключенным в начале 90-х годов. В 1997 г. польское правительство выкупило эти облигации на 1696 млн. долл.<sup>194</sup> и тем самым заметно сократило свой внешний долг. В данном случае речь идет об использовании секьюритизации

---

<sup>191</sup> Энг М.В., Лис Ф. А., Мауер Л. Дж.. Мировые финансы. М.: ДеКА, 1998, с.431.

<sup>192</sup> The Financial Times, 1996, April 7.

<sup>193</sup> International Capital Markets, IMF, 1997, November, p.75.

<sup>194</sup> Poland. International Economic Report 1997/98, Warsaw 1998, p.138.



внешнего долга для его реструктуризации, т.е. смягчения долгового бремени с последующим выкупом на выгодных для должника и кредитора условиях.

Переоформление долга в ценные бумаги использует и Россия для урегулирования задолженности с Лондонским и Парижским клубами кредиторов.

В октябре 1997 г. 24 млрд. основного долга были переоформлены в синдицированный кредит, под который были выпущены облигации (PRIN) со сроком погашения до 2020 г. Процентные платежи (8,3 млрд. долл.) были переоформлены в особые облигации (IAN). Эмитентом всех облигаций стал Внешэкономбанк, но они были приравнены к государственным долговым обязательствам. Облигации были зарегистрированы на Люксембургской фондовой бирже и стали обращаться на российском и международном рынке. Следует отметить, что в результате этого соглашения Россия смогла на выгодных условиях разместить и еврооблигации. Реструктуризацию российского долга в рамках Лондонского клуба в 1997 г. можно рассматривать как «первичную», при которой банковские кредиты были переоформлены в облигации. В результате переговоров с Лондонским клубом была реализована «вторичная» реструктуризация долга, при которой облигации PRIN-IAN были обменены (с определенными дисконтами) на еврооблигации сроком на 30 лет (по основному долгу и процентам) и сроком на 10 лет по просроченным процентам.<sup>195</sup>

Урегулирование долга по Лондонскому клубу не замедлило положительно сказаться на российских облигациях, связанных с внешней задолженностью, а также позитивно влияет на фондовый рынок в целом в средне- и долгосрочной перспективе. В связи с этим журнал «Эксперт» отмечал, что «инвесторы положительно оценили результаты переговоров российской делегации с Лондонским клубом прежде всего потому, что фактически впервые после кризиса российская сторона цивилизованно договаривалась с кредиторами»<sup>196</sup>.

---

<sup>195</sup> Рынок ценных бумаг, 2000, № 11, с.12.

<sup>196</sup> Эксперт, 2000, 21 февраля, с.71.

Постсоциалистические государства используют международный рынок капиталов не только для привлечения финансовых ресурсов. Они делают самые первые шаги и как инвесторы, так что их финансовые связи с миром постепенно могут перестать быть улицей с односторонним движением. Конечно, масштабы вывоза капитала из этих стран пока невелики и составляют лишь небольшую часть иностранных инвестиций в их экономику. Прямые инвестиции стран ЦВЕ за рубежом в 1995-1999 гг. постоянно увеличивались и составили 15 млрд. долл.<sup>197</sup> Легальный вывоз капитала из России в конце 90-х гг. оценивался (по данным платежного баланса Банка России) в 7,3 млрд. долл., в том числе прямые инвестиции составили 4,9 млрд. долл., а портфельные - 2,4 млрд. долл.

Взаимодействие с международным финансовым рынком является мощным фактором развития фондовых рынков постсоциалистических стран. Это относится к рынку государственных и корпоративных бумаг. Трансформационные страны все более активно используют современные финансовые инструменты, применяемые в мире, стремятся повысить свои кредитные рейтинги и привлекательность вложений национальных рынков для иностранных инвесторов. Дальнейшей интеграции постсоциалистических государств в международную финансовую сферу в первую очередь призваны способствовать обеспечение соответствия правовых норм, регулирующих их фондовые рынки, мировым стандартам, повышение уровня корпоративного управления компаниями, улучшение инвестиционного климата. При этом первостепенную роль играют гарантии прав инвесторов, соблюдение законов прежде всего самим государством как основы доверия резидентов и нерезидентов к правительству, национальной валюте, рынку ценных бумаг ПСС и доверие зарубежных рынков к ценным бумагам этих стран.

---

<sup>197</sup> Внешнеэкономический бюллетень, 2000, № 12, с.36.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного исследования можно подвести некоторые итоги и наметить перспективы развития рынка ценных бумаг ПСС. В большинстве этих стран только заложены правовые, институциональные и технологические основы этого важнейшего рыночного института. За исключением наиболее развитых стран ЦВЕ, где фондовый рынок уже занимает присущее ему место в экономике, в остальных ПСС он характеризуется низкой капитализацией и ликвидностью, малой глубиной, недостаточной защитой прав инвесторов, отсутствием прозрачности, высокой волатильностью. Для него типичны небольшое число эмитентов и узкий круг финансовых инструментов. Кроме того, рынку ценных бумаг большинства ПСС свойственны слабая вовлеченность в фондовые операции индивидуальных инвесторов, недостаточная заинтересованность и отсутствие опыта и механизмов выхода эмитентов на открытый рынок капиталов, ориентация участников рынка на получение спекулятивного дохода и слабый интерес к долгосрочным инвестициям.

Все эти черты фондового рынка ПСС в решающей мере связаны с тем, что его формирование как одной из важнейших составляющих процесса трансформации определяется стратегией реформ и политикой государства. Более чем десятилетний опыт рыночных реформ убедительно показал, что они приносят желаемые плоды там, где реформаторы слепо не следуют по пути неолиберализма, а на практике выявляют масштабы и границы необходимого государственного участия в хозяйственной жизни. Следует отметить, что теперь даже самые ярые неолибералы начинают склоняться к мнению, что неограниченная свобода - это неконструктивный подход к развитию экономики. Очевидно, что государство может эффективно способствовать становлению цивилизованного рынка ценных бумаг только в том случае, если оно проводит активную политику в реальном секторе, финансовой и социальной сферах. Можно без преувеличения сказать, что государство «играет первую скрипку» в создании материальной, институциональной, финансовой и социальной базы фондового

рынка. Теперь все больше укрепляется понимание того, что разумное вмешательство государства в экономику, оправдавшее и оправдывающее себя в разных странах, еще больше оправдано в транзитивных государствах. Естественно, что степень такого вмешательства зависит от особенностей конкретных условий в данной стране.

Результаты реформ (прежде всего в самых «продвинутых» странах ЦВЕ) показали полную несостоятельность тезиса о якобы существующей устойчивой причинно-следственной связи между снижением роли государства в перераспределении национального дохода и повышением темпов экономического роста. В действительности в наиболее успешных постсоциалистических государствах государственные расходы составляют около половины ВВП, а в период трансформационного спада в начале 90-х годов они даже превышали этот уровень.

Важнейшим фактором перехода к рынку, вывода экономики ПСС на траекторию устойчивого роста и ее сохранения на перспективу стала приватизация, одним из главных результатов которой было и является развитие рынка ценных бумаг как одного из основных механизмов инвестиционного процесса, которым он уже стал в ряде транзитивных государств (прежде всего в Венгрии и Польше). Политика приватизации определяет место фондового рынка в экономике, финансовой системе государства, взаимосвязь с другими частями финансового рынка, основные «параметры» этого рынка. От характера политики приватизации в контексте экономической политики в целом во многом зависит взаимодействие фондового рынка с реальным сектором, обеспечивающим ему роль источника финансирования инвестиций и экономического роста.

Проведенное в работе исследование проблемы влияния политики приватизации на формирование фондового рынка в ПСС позволяет отметить достигнутый прогресс, а также обратить внимание на допущенные просчеты. Процесс приватизации продолжается, и в этой области постсоциалистическим государствам предстоит еще очень много сделать. Прежде всего это относится к таким странам, как Россия, Украина, Молдавия, Узбекистан, Туркмения, Армения, Грузия, Румыния, Болгария.

Позитивные итоги в этой области за время трансформации состоят в том, что в большинстве ПСС в результате приватизации были созданы биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг, первичный и вторичный рынки государственных и корпоративных бумаг, заложена их правовая и институциональная основа, сделаны первые шаги в привлечении граждан к использованию фондового рынка для инвестирования своих сбережений. Рынок ценных бумаг начинает (а в ряде ПСС уже начал) выполнять свою главную функцию механизма алокации финансовых ресурсов, превращается в важнейший элемент финансовой системы транзитивных государств. Безусловно, что в отношении достигнутых результатов в создании фондовых рынков существуют большие различия в отдельных ПСС. Дальше других ушли Польша, Венгрия, Чехия. За ними следует Россия и Украина. От них заметно отстают другие страны Содружества и менее развитые страны ЦВЕ.

Особого внимания с точки зрения влияния политики приватизации на формирование фондового рынка в процессе трансформации заслуживают принципиальные ошибки в этой области, допущенные рядом ПСС (прежде всего Россией и Чехией) в прошлом. Крайне отрицательно на развитие рынка корпоративных ценных бумаг повлияла поспешная массовая приватизация. Она породила неэффективное корпоративное управление, не обеспечила защиту прав и интересов миноритариев, поскольку приватизация подобного типа, как правило, не сопровождалась жизненно необходимой реструктуризацией приватизируемых предприятий. На этих предприятиях не было принято мер по коренному изменению их организационной управленческой и финансовой структуры, соответствующей современным требованиям, технической и технологической модернизации и повышению конкурентоспособности. В итоге (особенно наглядно это показала приватизация «по-российски») большинство собственников приватизированных таким образом предприятий оказалось неэффективными, не способными обеспечить их рентабельную работу, финансовую дисциплину и регулярную оплату работников.

Следует подчеркнуть, что одним из основных факторов, оказавшим негативное влияние на становление рынка акций

(особенно в России), были резко заниженная стоимость и соответственно цена акций приватизируемых предприятий. Совершенно ясно, что без учета этого принципиального недостатка в политике приватизации нельзя рассчитывать на формирование полноценного рынка корпоративных бумаг и эффективную работу предприятий, поскольку при заниженной цене покупки акций собственниками они пассивно реагируют на спросовые или ресурсные ограничения, их мало волнуют эффективность капиталовложений, обновление производства, поскольку в течение определенного времени все равно они получают прибыль. Этот фактор прямо повлиял и влияет на капитализацию рынка акций, его глубину, снижает привлекательность фондового рынка для граждан, не рассчитывающих получать хорошие дивиденды на свои вложения.

Проблема формирования эффективного собственника, внушительного «класса» акционеров смыкается с проблемами качества корпоративного управления и регулирования рынка ценных бумаг. Совершенствование корпоративного управления требует учета его правового, человеческого и этического аспектов. Правовой аспект включает в себя вопросы разделения собственности и управления компанией, развитие и регулирование агентских отношений. При этом одним из ключевых вопросов является защита прав миноритарных акционеров. Их эффективная защита - основа доверия инвесторов к ценным бумагам и фондовому рынку. Опыт Польши и Чехии показал, что более совершенная система регулирования рынка в Польше обеспечивает его необходимую прозрачность, соблюдение требований к отчетности компаний, предотвращение и пресечение злоупотреблений со стороны владельцев крупных пакетов акций. В результате качество корпоративного управления в Польше заметно выше, чем в Чехии. Все возрастающее значение в современных условиях и на перспективу приобретает человеческий аспект корпоративного управления. При этом речь идет об интеллектуальных способностях и квалификации менеджеров и других управленческих работников. Сейчас решающим конкурентным преимуществом компаний становится качество человеческого капитала. В первую очередь это относится к людям в сфере управления. Поэтому

подбор и подготовка кадров, способных осуществлять эффективное корпоративное управление (и регулирование рынка ценных бумаг), выходят на первый план в ходе становления цивилизованного фондового рынка. Значение этого фактора нельзя переоценить, учитывая обострение конкуренции в условиях глобализации финансовых рынков.

Нравственный аспект корпоративного управления в ПСС и других государствах с нарождающимися фондовыми рынками включает в себя применение таких основных его принципов, как справедливое и честное отношение к акционерам, раскрытие информации о компании, точное соблюдение процедуры годового собрания акционеров.

Все эти вопросы особенно актуальны для России, других государств СНГ и менее развитых стран ЦВЕ. Россия уже сделала важный шаг в направлении совершенствования корпоративного управления, низкая эффективность которого является одной из основных причин, тормозящих инвестиционную деятельность. В 2000 г. ФКЦБ приступила к реализации программы повышения качества корпоративного управления. В ходе ее осуществления был принят кодекс, определяющий ответственность менеджеров и акционеров, упорядочивающий деятельность акционерных обществ и способствующий повышению доверия к российским компаниям и акциям со стороны отечественных и иностранных инвесторов. Теперь задача состоит в том, чтобы эти благие намерения стали реальностью и вошли в повседневную практику. Очень важно то, что этими проблемами занимается ФКЦБ - главный орган государственного регулирования российского фондового рынка.

Одним из основных направлений дальнейшего развития рынка ценных бумаг в ПСС является обеспечение его гибкого взаимодействия с другими частями финансового рынка. Кризис конца 90-х годов показал, что особого внимания заслуживает конструктивная взаимосвязь фондового и валютного рынков, в основе которой лежит взвешенная политика валютного курса, влияющая на движение капитала внутри страны и через границу. Наряду с процентной ставкой она служит важным фактором притока инвестиций в страну и в то же время амортизатором нега-

тивного воздействия на финансовую систему резкого прилива и оттока «горячих денег». Финансовые потрясения 1990-х годов показали, к каким пагубным последствиям для рынка ценных бумаг и экономики в целом приводит недальновидный подход к регулированию валютного курса, движению капитала и деятельности нерезидентов на фондовом рынке, который продемонстрировали прежде всего Россия и Украина. Недооценка валютного фактора, влияния состояния валютного рынка на рынок ценных бумаг и обратного воздействия последнего на курс национальной валюты существенно повышает уязвимость экономики к внешним финансовым шокам. Это относится прежде всего к государствам СНГ и более слабым странам ЦВЕ, финансовые системы которых еще не окрепли и не способны отвечать на вызовы финансовой глобализации. В связи с этим самого серьезного внимания заслуживает опыт передовых стран ЦВЕ, мало пострадавших от кризиса 1990-х годов, поскольку они проводили разумную курсовую политику и проявляли необходимую осторожность в отношении допуска нерезидентов на свои фондовые рынки.

До сих пор речь шла о проблемах развития фондового рынка, которые касаются в основном национальной экономической политики. Внешний аспект рынка ценных бумаг, оказывающий все большее влияние на становление этого рынка, связан с активизацией участия ПСС в мировой финансовой системе, развитием интеграционных процессов в Западной Европе и на постсоветском пространстве. В этой области можно выделить три главных направления.

Первое из них связано с выступлением ПСС на международном рынке капиталов в качестве заемщиков крупных средств у других государств и международных финансовых организаций. В то же время возрастает значение этих стран как реципиентов прямых и портфельных инвестиций. При этом ПСС все активнее участвуют в современных процессах и формах использования финансовых ресурсов. В частности, ПСС стали широко использовать такую новую для них форму, как выпуск различных видов депозитарных расписок, размещение еврооблигаций, так называемых «финансовых инноваций». К числу последних относится все шире применяющаяся «секьюритизация» кредитных и долго-



вых отношений, при которой в механизм финансирования включаются ценные бумаги вместо банковских кредитов.

Второе направление развития рынка ценных бумаг характерно для постсоциалистических государств - претендентов на вступление в ЕС и зону евро. Это присоединение будет означать, что новые участники механизма евро будут действовать на фондовом рынке в соответствии с установленными в этой группировке требованиями и правилами. При этом произойдет «гармонизация», т.е. определенная нивелировка национальных особенностей рынков ценных бумаг этих стран.

Третье направление - это развитие взаимодействия фондовых рынков стран СНГ при организующей роли России. Преодоление замкнутости этих рынков может сыграть важную роль в экономическом сближении государств Содружества, оказать позитивное влияние на их экономику, национальные валюты, укрепление финансовых систем, повышение устойчивости к возможным финансовым неурядицам. Здравомыслящие руководители стран СНГ все больше осознают, что повышение взаимной открытости финансовых рынков, активное использование национальных валют в расчетах и операциях на рынке ценных бумаг, налаживание координации политики в области регулирования этих рынков открывают новые возможности для успешного продвижения по пути трансформации, экономического роста, повышения благосостояния народов.

В конце прошлого и начале нынешнего века завершился первый этап становления фондового рынка в ПСС. При этом степень развития и состояние фондового рынка имеют существенные различия в отдельных группах ПСС. Наибольшего успеха в этой области добились такие страны ЦВЕ, как Польша, Венгрия и Чехия. Особенно в Польше и Венгрии рынок ценных бумаг уже играет важную роль как механизм перераспределения и финансирования инвестиций. В этих странах население становится все более активным инвестором фондового рынка, используя свои сбережения для вложений в ценные бумаги.

В «продвинутых» странах ЦВЕ развитие фондового рынка в решающей мере определяется стремлением этих стран вступить

в ЕС и перестройкой всей финансовой системы в соответствии с требованиями и условиями Евросоюза.

В то же время в России и других странах СНГ рынок ценных бумаг пока не выполняет присущие ему функции и почти не участвует в инвестиционном процессе.

В этих странах становление фондового рынка отличается вялостью, неупорядоченностью и противоречивостью, которые, по мнению автора, являются следствием отсутствия государственной концепции, стратегии и целенаправленной политики формирования этого важнейшего рыночного института.

Проведенное исследование фондового рынка дают автору все основания для главного вывода, состоящего в том, что настало время для решения принципиальных системных вопросов, в частности, для определения и осуществления новой парадигмы развития рынка ценных бумаг России и других стран СНГ на перспективу (имея в виду взаимодействие этих стран), смыслом и целью которой является превращение этого рынка в хорошо отлаженный механизм перераспределения финансовых ресурсов, способствующий значительному увеличению инвестиций в реальный сектор и снижению стоимости капиталовложений. Фондовые рынки России и других стран Содружества должны стать совершенно прозрачными, конкурентоспособными и привлекательными не только для спекулятивного краткосрочного капитала, но и для крупных долгосрочных инвестиций.

Автор исходит из того, что рынок ценных бумаг является тем институтом, от эффективного функционирования которого во многом зависит успех экономических реформ. Но это возможно лишь в том случае, если, как уже говорилось в разделе о России, формирование фондового рынка и участие государства в этой области будут органически взаимосвязаны правовой, структурной, монетарной, бюджетной и налоговой политикой государства. Такой подход позволит определить место рынка ценных бумаг в финансовой системе страны и в экономике в целом.

Главными направлениями развития фондового рынка России и других стран СНГ автор считает привлечение всех групп инвесторов как институциональных, так и частных, вкладывающих капитал на различные сроки; развитие всех видов торговых

систем с преобладающим значением бирж; предоставление участникам рынка возможности выбора наиболее эффективных финансовых инструментов привлечения инвестиций.

Основной и «несущей опорой» развития рынка ценных бумаг, по мнению автора, призвана служить эффективная система его регулирования, включающая в себя государственные регулирующие органы и саморегулируемые организации.

Автор считает, что регулирующая роль государства на фондовом рынке должна быть повышена. Однако он полагает, что это не следует понимать как создание множества норм, правил, запретов, постоянное усиление контроля за участниками рынка. Речь идет о консолидации профессионалов фондового рынка вокруг регулирующих органов, их совместных действиях по его развитию, привлечению инвестиций прежде всего в реальный сектор экономики.

Очень важно, как уже отмечалось выше, четкое разграничение функций государственных органов регулирования и профессиональных объединений.

В сферу государственного регулирования входят такие вопросы, как осуществление государственной стратегии и политики на фондовом рынке с помощью необходимых и обязательных правовых и организационных средств. Главная задача саморегулируемых организаций состоит в установлении правил профессиональной деятельности, стандартов проведения операций, контроля за их соблюдением. При этом первостепенное значение имеют раскрытие информации об эмитентах и обеспечение прозрачности рынка. Очень важно, чтобы государственные регулирующие органы и саморегулируемые организации работали в постоянном взаимодействии, и представители последних активно участвовали в разработке правовых актов и других государственных документов, направленных на формирование цивилизованного, емкого и эффективного рынка ценных бумаг.

Важнейшим критерием оценки эффективности системы регулирования фондового рынка является объем инвестиций, привлеченных через механизм этого рынка в первую очередь в реальный сектор экономики.

Основные задачи, которые предстоит решить на национальном уровне в процессе становления фондового рынка в России и других странах СНГ, автор представляет себе следующим образом.

Необходимо четко определить в законодательстве формы участия государства в операциях на фондовом рынке. Прежде всего это относится к продаже акций приватизируемых предприятий. Здесь роль государства должна быть более активной в области вывода этих предприятий на рынок.

Одной из основных задач является усиление роли государства как гаранта соблюдения прав инвесторов на фондовом рынке. В то же время необходимо повысить эффективность контроля государственных органов регулирования рынка за операциями с фондовыми инструментами и деятельностью участников рынка.

Государственный контроль призван создать на рынке нормальную конкурентную среду, обеспечить применение справедливых цен, информационную эффективность рынка, защиту инвесторов от манипулирования и использования инсайдерской информации, соблюдение норм профессиональной этики. В целом этот контроль должен осуществляться в рамках принципов и положений, установленных в кодексах корпоративного поведения, применяемых в развитых странах и внедряемых в практику российского фондового рынка.

В стимулировании инвестиционной деятельности с использованием механизма фондового рынка важную роль играет налоговая политика государства. В частности, эффективным средством поощрения выпуска ценных бумаг предприятиями и банками могла бы стать отмена налога на операции с ценными бумагами в России и тех странах СНГ, где он взимается. Существенную роль могут сыграть налоговые льготы для институциональных инвесторов, осуществляющих инвестиции в корпоративные ценные бумаги. Опыт России и ряда других стран Содружества показал, что снижение подоходного налога с операций физических лиц с ценными бумагами способствует значительному росту объема операций, а также сбору налогов.

Важной задачей является внедрение новых финансовых инструментов (корпоративных облигаций, деривативов и т.д.). Од-

новременно необходимо увеличить долю первичного рынка ценных бумаг, стимулировать деятельность на этом рынке и увеличить число профессиональных участников, оказывающих услуги в области андеррайтинга.

В целях оптимизации структуры участников рынка расширить участие коммерческих банков и инвестиционных банков в фондовых операциях, увеличить число крупных брокеров-дилеров, способных предоставлять широкому кругу клиентов большой набор услуг, а также число профессиональных участников рынка, обслуживающих физические лица.

Одной из приоритетных задач является создание правовых и других условий для деятельности таких институциональных инвесторов, как инвестиционные и пенсионные фонды, которые могли бы способствовать привлечению средств различных инвесторов.

Современная инфраструктура рынков ценных бумаг в России и других странах СНГ, как уже было отмечено, в значительной мере обслуживает спекулятивные операции. Повороту в сторону изменения характера операций с целью осуществления долгосрочных инвестиций в производство могут способствовать такие составляющие инфраструктуры как информационно-аналитические и консультационные центры по вопросам привлечения инвестиций; торговые системы первичных фондовых рынков; рейтинговые агентства, оценивающие кредитоспособность эмитентов; институты по предоставлению гарантий по займам и страхованию инвестиционных рисков.

Важная задача состоит в стимулировании биржевой торговли. В то же время необходимо обеспечить лучшее исполнение сделок на внебиржевом рынке путем создания клиринговых палат и информационных систем.

Большие возможности существуют в области размещения ценных бумаг с помощью сети Интернет. Для этого прежде всего необходимо создать правовую основу таких операций, в частности, определить статус электронных документов, подтверждающих право собственности и другие права и полномочия участников этой формы фондовых операций.

Одной из основных задач в области развития фондового рынка является привлечение на него населения в качестве инвестора. Для этого предстоит расширить круг финансовых инструментов, ориентированных на граждан, создать специализированные институты по обслуживанию мелких инвесторов (фондовых центров и магазинов); снизить издержки физических лиц, вкладывающих деньги в ценные бумаги.

Решение этих основных задач в России и других странах Содружества облегчается тем, что у них есть огромный потенциал, который состоит из множества приватизированных предприятий, еще не вышедших на рынок; сбережений населения; иностранных инвестиций.

Одновременно с развитием национальных фондовых рынков стран СНГ в современных условиях и на перспективу возрастает значение их взаимодействия. Это связано с объективным процессом вхождения стран СНГ в международную систему в условиях финансовой глобализации. Для того, чтобы этот процесс проходил наиболее эффективно, с наименьшими затратами, он, видимо, должен и может осуществляться совместно, с учетом общих проблем Содружества. Целью этого взаимодействия является создание единого фондового пространства в рамках единого валютно-финансового пространства. Единое фондовое пространство представляет собой информационную и торговую систему для операций с ценными бумагами на рынках стран Содружества.

Создание единого фондового пространства СНГ позволит обеспечить перелив капитала между странами, повысить капитализацию национальных фондовых рынков, привлечь дополнительные инвестиции в экономику стран Содружества, повысить уровень ликвидности и глубину рынков ценных бумаг, расширить круг эмитентов и инвесторов, набор ликвидных финансовых инструментов.

Для достижения этой цели с учетом позитивного зарубежного опыта (прежде всего ЕС) предстоит осуществить такие меры, как гармонизация основных регулирующих норм, повышение эффективности регулирования фондовых рынков стран СНГ, разработка общих стандартов работы на рынках ценных бумаг, выбор модели построения инфраструктуры рынка, развитие рын-

ка еврооблигаций, привлечение эмитентов на интегрированный фондовый рынок, повышение прозрачности финансовой деятельности предприятий, создание механизма рыночного надзора, мониторинга и обмена информацией для предотвращения рыночных манипуляций, информационное обеспечение фондовых рынков, подготовка специалистов по вопросам интеграции фондовых рынков.

Все эти шаги, естественно, должны быть увязаны, прежде всего, с мерами в области валютного взаимодействия, в первую очередь с координацией валютной политики, повышением доверия к национальным валютам, их роли во взаимных расчетах на основе их реальной конвертируемости.

## ЛИТЕРАТУРА

### 1. Монографии

1. Абалкин Л. Отложенные перемены или потерянный год. М.: Институт экономики РАН, 1997, 262 с.
2. Альтшулер А.В. Международное валютное право. М.: Международные отношения, 1984, 253 с.
3. Аникин А.В. Валютный кризис на Западе. М.: Наука, 1975, 200с.
4. Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: Олимп-Бизнес, 2000, 384 с.
5. Банковское дело: Учебник/Под ред. проф. Колесникова В.И., проф. Кроливецкой Л.П. М.: Финансы и статистика, 2000, 464 с.
6. Банковское дело: Справ. пособие/Под ред. Бабичевой Ю.А. М.: Экономика, 1993, 397 с.
7. Банки и банковское дело: учебное пособие/Под. ред. Балабанова И.Т. С.-Пб.:Питер, 2000, 256 с.
8. Белых Л.П. Основы финансового рынка. 13 тем. М.: ЮНИТИ, 1999, 231 с.
9. Бжезинский З. Великая шахматная доска. М.: Международные отношения, 1998, 256 с.
10. Биншток Ф.И., Глазьев С.Ю., Москвин Д.Д., Фельдман М.Н. Предприятие и формация. М.: Эдиториал УРСС, 1999, 304 с.
11. Богданов О.С. Валютная система современного капитализма. М.: Мысль, 1976, 280 с.
12. Богомолов О.Т. Реформы в зеркале международных сравнений. М.: Экономика, 1998, 159 с.
13. Богомолов О.Т. Моя летопись переходного времени. М.: Экономика, 2000, 367 с.
14. Борисов С.М. Золото в экономике современного капитализма. М.: Финансы и статистика, 1984, 478 с.
15. Борисов С.М. Рубль: золотой, червонный, советский, российский... М.:Инфра-М, 1997, 288 с.
16. Бухвальд Б. Техника банковского дела. М.:ДИС, 1994, 235 с.
17. Валютный рынок и валютное регулирование. Учебное пособие/Под ред. Платоновой И.Н. М.:БЕК, 1996, 457 с.



18. Герчикова И.Н. Менеджмент: Учебник. М.:ЮНИТИ, 1995, 480 с.
19. Герчикова И.Н. Финансовый менеджмент. М.: Кансалтбанкир, 1996, 208 с.
20. Голубков Д. Особенности корпоративного управления в России. М.: Альпина, 1999, 263 с.
21. Голосов В.В. Теории вывоза капитала. М.: Мысль, 1977, 224 с.
22. Делягин М. Экономика неплатежей: как и почему мы будем жить завтра. М.: Российская ассоциация промышленно-строительных банков, 1997, 396 с.
23. Денежная реформа в посткоммунистических странах/Под ред. Дж.Дорна и Р.М.Нуреева. М.:Catallaxy, 1995, 288 с.
24. Дорнуш Р., Фишер С. Макроэкономика. М.:МГУ, Инфра-М, 1997, 784 с.
25. Евстигнеев В.Р. Валютно-финансовая интеграция в ЕС и СНГ. Сравнительный семантический анализ. М.: Наука, 1997, 271 с.
26. Евстигнеев В.Р. Финансовый рынок в переходной экономике. М.: Эдиториал УРСС, 2000, 240 с.
27. Золотас К. Экономика капитализма против общественного благосостояния. М.: Мысль, 1985, 175 с.
28. Инфляция и хозяйственный механизм (80-е годы)/С.М.Никитин, М.И.Гельвановский, Р.С.Гринберг и др. М.: Наука, 1993, 296 с.
29. Казакевич В.П. Проблемы международных денег при капитализме. М.: Наука, 1987, 262 с.
30. Кассель Г. Инфляция и валютный курс. М.:Эльф пресс, 1995, 102 с.
31. Колодко Г.В. От шока к терапии. М.: Эксперт, 2000, 389 с.
32. Константинов Ю.А., Ильинский А.И. Финансовый кризис: причины и преодоление. М.: Финстатинформ, 1999, 156 с.
33. Константинов Ю.А. Евро и Россия. М.:ЦВЭИ РАН, 1999, 112 с.
34. Королев И.С. Валютные отношения капитализма: экономика и политика. М.: Наука, 1986, 232 с.

35. Кравчик Р. Распад и возрождение польской экономики. М.: Новости, 1991, 240 с.
36. Кристианс Ф.В. Дороги в Россию. М.: Международные отношения, 1990, 277 с.
37. Корнаи Я. Путь к свободной экономике. М.: Экономика, 1990, 144 с.
38. Котляр Ф., Армстронг Г., Сондерс Д., Вонг В.. Основы маркетинга. М.: СПб- К.: Вильямс, 2000, 944 с.
39. Линдерт П.Х. Экономика мирохозяйственных связей. М.: Прогресс, 1992, 520 с.
40. Литвиненко Л.Т., Нишатов Н.П., Удалищев Д.П. Рынок государственных ценных бумаг. М.:ЮНИТИ, 1998, 111 с.
41. Лэйард Р. Макроэкономика: курс лекций для российских читателей. М.: Джон Уайли энд Санз, 1994, 160 с.
42. Любимов Н.Н. Финансы капиталистических государств. М.: Госфиниздат, 1956, 208 с.
43. Лялин В.А., Воробьев П.В. Ценные бумаги и фондовая биржа. М.: Филинь, 1998, 229 с.
44. Матюхин Г.Г. Горячие деньги. М.: Международные отношения, 1974, 176 с.
45. Матюхин Г.Г. Проблемы кредитных денег при капитализме. - М.: Наука, 1977, 224 с.
46. Матюхин Г.Г. Мировые финансовые центры. М: Международные отношения, 1979, 216 с.
47. Махлуп Ф. Планы перестройки международной валютной системы. М.: Процесс, 1966, 159 с.
48. Меньшиков С.М. Новая экономика. Основы экономических знаний. М.: Международные отношения, 1999, 394 с.
49. Международные валютно-финансовые отношения/Под ред. Алексеева А.М. М.: Международные отношения, 1984, 592 с.
50. Международные кредитные отношения капиталистических стран./Под ред. Матюхина Г.Г. и Королева И.С. М.: Финансы и статистика, 1981, 224 с.
51. Международные валютные и кредитные отношения капиталистических стран./Под ред. Красавиной Л.Н. М.: Финансы и статистика, 1986, 343 с.

52. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения/Под ред. Красавиной Л.М. М.: Финансы и статистика, 1994, 592 с.
53. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения/Под ред. Красавиной Л.Н. М.: Финансы и статистика, 2000, 608 с.
54. Мельников В.Н. Международные финансовые институты и их роль в трансформационных процессах постсоциалистических стран. М.: Эпикон, 1999, 146 с.
55. Международные экономические отношения: Учебник для вузов /Под ред. Рыбалкина В.Е. М.: ЮНИТИ, 2000, 503 с.
56. Мещерова Н.В. Организованные рынки ценных бумаг. М.: Логос, 2000, 197 с.
57. Настольная книга валютного дилера. Справочное издание. М.: Верба, 1992, 220 с.
58. Миловидов В. Инвестор в России: что делать? М.: ММВБ, 2000, 118 с.
59. Монтес М.Ф., Попов В.В. «Азиатский вирус» или «голландская болезнь?». М.: Дело, 2000, 135 с.
60. Некипелов А. Очерки по экономике посткоммунизма. М.: ЦИСН Миннауки России, 1996, 340 с.
61. Основы экономической теории. Политэкономика. Учебник/Под ред. Москвина Д.Д. М.: Эдиториал УРСС, 2001, 527 с.
62. Общая теория денег и кредита / Под ред. Жукова Е.Ф. М.: ЮНИТИ, 1995, 304 с.
63. Павлова Л.Н. Корпоративные ценные бумаги. М., 1998, 528 с.
64. Полфреман Д., Форд Ф.. Основы банковского дела. М.: Инфра-М, 1996, 624 с.
65. Приватизация по-российски / Под ред. Чубайса А.Б. М.: Вагриус, 1999, 367 с.
66. Реформы глазами американских и российских ученых / Под ред. Богомолова О.Т. М.: Российский экономический журнал, Фонд «За экономическую грамотность», 1996, 272 с.
67. Родэ Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. М.: Финансы и статистика, 1986, 341 с.

68. Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты структура, механизм функционирования. М.: ИНФРА-М, 1996, 304 с.
69. Рынок ценных бумаг / Под ред. Клещева Н.Т. М.: Экономика, 1997, 559 с.
70. Самуэльсон П. Экономика. М.: Прогресс, 1964, 843 с.
71. Селигмен Б. Основные течения современной экономической мысли. М.: Прогресс, 1968, 600 с.
72. Смыслов Д.В. Кризис современной валютной системы капитализма и буржуазная политическая экономия. М.: Наука, 1979, 423 с.
73. Смыслов Д.В. Международный валютный фонд: современные тенденции и наши интересы. М.: Финансы и статистика, 1993, 224 с.
74. Сорос Дж. Алхимия финансов. М.: Инфра-М, 1997, 416 с.
75. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. М.: Инфра-М, 1999, 262 с.
76. США: государство и рынок / Парканский А.Б., Чепраков С.В., Дубинин С.К. и др. - М.: Наука, 1991, 200 с.
77. Тосунян Г. Банковское дело и банковское законодательство в России: опыт, проблемы, перспективы. М.: Дело Лтд, 1995, 304 с.
78. Тосунян Г.А., Викулин А.Ю. Деньги и власть. Теория разделения властей и проблемы банковской системы. М.: Дело, 2000, 224 с.
79. Тосунян Г.А., Викулин А.Ю., Экмалян А.М. Банковское право Российской Федерации. Общая часть: Учебник. М.: Юристъ, 1999, 448 с.
80. Тьюлз Р. Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Т. М. Фондовый рынок. М.: Инфра-М, 1997, 648 с.
81. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. М.: Вазар-Ферро, 1994, 320 с.
82. Усоскин В.М. Финансовая и денежно-кредитная система США. М.: Финансы, 1976, 134 с.
83. Усоскин В.М. Теория денег. М.: Мысль, 1976, 228 с.

84. Федеральная резервная система: цели и функции / Пер с англ. Усоскина В. и Золотаренко Е. М.: Госфиниздат, 1959, 203 с.
85. Фридмен М.. Количественная теория денег. М.: Эльф пресс, 1996, 131 с.
86. Фридмен М.. Если бы деньги заговорили... М.: Дело, 1999, 160 с.
87. Хейфец Б.А. Кредитная история России: от Екатерины II до Путина. М.: Эдиториал УРСС, 2001, 136 с.
88. Хейфец Б.А. Внешние долговые активы России. М.: Эдиториал УРСС, 2001, 208 с.
89. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. М.: Альпина, 1999, 198 с.
90. Ценные бумаги. Учебник / Под ред. Колесникова В.И., Торкановского В.С. М.: Финансы и статистика, 2000, 349 с.
91. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. М.: Финансы и статистика, 1997, 336 с.
92. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: Олимп-Бизнес, 1999, 288.
93. Шалашов В.П. Валютные расчеты в Российской Федерации (при экспортно-импортных операциях). М.: Бизнес-школа Интел-Синтез, 2001, 368 с.
94. Шарп У.Ф., Александер Г. Дж., Бейли Д.В. Инвестиции. М.: Инфра-М, 1997, 1024 с.
95. Шевалье Ж.-М. Нефтяной кризис. М.: Прогресс, 1975, 245 с.
96. Шимаи М. К третьему тысячелетию. М.: Прогресс, 1977, 420 с.
97. Шохин А.Н. Внешний долг России. М.: Растерс, 1997, 175 с.
98. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982, 455 с.
99. Эклунд К. Эффективная экономика - шведская модель. М.: Экономика, 1991, 349 с.
100. Энг М.В., Лис Ф. А., Мауер Л. Дж. Мировые финансы. М.: Дека, 1998, 768 с.
101. Эрхард Л. Благосостояние для всех. М.: Начала-Пресс, 1991, 335 с.

102. Яременко Ю.В. Экономические беседы. М.: Центр исследований и статистики науки, 1998, 343 с.
103. Aush Sándor. Theory and Practice of CMEA Cooperation. Akadémiai Kiadó, Budapest, 1972, 279 p.
104. Blanchard O. Reform in Eastern Europe. Cambridge, 1991.
105. Czada Peter, Renner Günter, Euro und Cent, Bundeszentrale für politische Bildung, Bonn 1997, 128 s.
106. Diederichs Eugen. Neun für Europa. Eugen Diederichs Verlag, Düsseldorf, 1973, 251 p.
107. Goldman Marshall I. Lost Opportunity. U.W. Norton I. Company, New York - London, 1994, 290 p.
108. Hidalgo Diego Europe: Globalization and Monetary Union. Siddharth Metha Ediciones, Madrid, 1998, 26 p.
109. Kaplan Jacob J. and Schleiminger Günther. The European Payments Union. Clarendon Press, Oxford, 1989, 396 p.
110. Kindsmüller Werner, Globalisierungs - Chance. VSA Verlag, Humburg, 1997, 214 s.
111. Scammel W.M. Interbational Monetary Policy, Macmillan & Co Ltd, London, 1961, 428 p.
112. Urban Sabine (ed.) Europe in the Global Competition, Wiesbaden, 1997.
113. Welfens Paul I.I. Grundlagen der Wirtschaftspolitik, Springer, Berlin Heidelberg, 1995, 529 s.

## **2. Материалы научных конференций, семинаров, сборники статей, брошюры, справочники, правовые документы**

114. Валютный рынок России и других государств бывшего СССР. М.: ММВБ, 1994.
115. Валютный рынок России. Тенденции и перспективы. ММВБ, Евромани пабликейшенз ПиЭлСи, Лондон, 1997.
116. Глобализация и демократизация. Стенограмма Круглого стола в Горбачев-Фонде 1 июля 1997 г.
117. Денежная политика Федерального банка. Немецкий Федеральный банк, Октябрь 1995.

118. Денежные и финансовые проблемы переходного периода в России. М.: Наука, 1995.
119. Законодательные акты, регулирующие рынок ценных бумаг в России, странах СНГ и ЦВЕ.
120. Концепция хозяйственного порядка. Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft, Stuttgart, 1995.
121. Научно-практическая конференция «Евро и Россия». Торгово-промышленная палата Российской Федерации. М., 1999.
122. Новая единая европейская валюта евро. Программа ТАСИС МГУ им. М.В.Ломоносова. М., 1998.
123. Проблемы валютного союза стран-членов Европейского экономического сообщества и развитие международной валютной системы капитализма. София: Болгарская академия наук, 1984.
124. Реформа международной финансовой системы. М.: Телс, 2001.
125. Статьи соглашения МВФ, 1994.
126. Становление рыночной экономики в странах Восточной Европы. М.: РГГУ, 1994.
127. Социальная рыночная экономика в Германии и экономическая трансформация в России. М.: Инфра-М, 1996.
128. Финансово-кредитный словарь. М.: Финансы и статистика, 1984, 1986, 1988.
129. Экономические исследования института: итоги и перспективы. М.: Институт экономики РАН, 2000.
130. Central Banking Issues in Emerging Market-oriented Economies. A Symposium Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 23-25, 1990.
131. Die Staaten des östlichen Europas auf dem Weg in die europäische Integration. Kulturstiftung der deutschen Vertriebenen, Bonn, 1999.
132. Euro 1999. European Commission, 1998.
133. Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries, ICS Press, San Francisco, 1991.
134. Finanzierungshandbuch, Gabler, Wiesbaden, 1980.
135. Vahlens Großes Wirtschaftslexikon, Verlag C.H.Beck München, Verlag Tranz Vahlen München, 1987.

### **3. Публикации российских и международных организаций и национальных научно-исследовательских институтов**

136. Борисов С.М. Валютные проблемы России. М.: ИМЭМО РАН, 2001.
137. Вардомский Л. Открытие российской экономики: региональное измерение. М.: ЭПИКОН, ИМЭПИ РАН, 1997.
138. Банки в переходных экономиках. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1998.
139. Взаимодействие денежного и валютного оборота и проблемы валютного контроля: опыт стран Центральной и Восточной Европы. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
140. Внешние и внутренние источники финансирования экономики: мировой опыт и российская действительность. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1990.
141. Десять лет системной трансформации в странах ЦВЕ и в России: итоги и уроки. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1999.
142. Десять уроков Европы. М.: Право, 1994.
143. Зевин Л.З., Стрепетова М.П., Ушакова Н.А. Модель экономического развития России в эпоху глобализации: роль внешнего фактора. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
144. Колодко Г., Н. Марио. Польская альтернатива. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1997.
145. Макроэкономическая и финансовая политика в кризисных ситуациях: мировой опыт и российская действительность. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1999.
146. Мир о российских экономических реформах. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1997.
147. Новейшие модификации банковского законодательства в странах ЦВЕ (1997-1999 гг.). М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
148. Пичугин Б.М. Иностранные инвестиции в России: тенденции развития, проблемы и перспективы. М.: Институт Европы РАН, 1995.
149. Постсоветские страны и финансовый кризис в России (I). М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.



150. Постсоветские страны и финансовый кризис в России (II). М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
151. Постсоциалистические страны в условиях глобализации. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2001. 386 с.
152. Проблемы постсоветских стран. Выпуск 1. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
153. Роль региональных банков в обеспечении экономического роста.. М.: Совет Федерации Федерального собрания РФ, 2000.
154. Реформы вчера, сегодня, завтра. Вестник научной информации. М.: ИМЭПИ РАН, 2000, № 5.
155. Россия на пути в ВТО: отраслевой анализ М.: ИМЭМО РАН, 2001.
156. Содружество независимых государств: состояние и перспективы развития. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 2000.
157. Экономические реформы в странах СНГ: составление промежуточных результатов. М.: Эпикон, ИМЭПИ РАН, 1996.
158. Der Geld- und Devisenmarkt Rußlands. Berichte des Bundesinstituts für ostwirtschaftliche und internationale Studien (BIÖST). Köln, 1995.
159. Transformationsfortschritt messen Die staatliche Einflußnahme auf gewählten Transformationsstaaten. Osteuropa Institut München Working Papers. Dezember 1997, N 201-202.
160. Direktinvestitionen in Osteuropa und ihre Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt in Deutschland. Osteuropa-Institut. München Working Papers, Februar 2001, N 229.
161. Institutionelle Reformen und Wachstum in Polen. Osteuropa-Institut München Working Papers, Dezember 1997, N 203.
162. Hungary: Economic Policies for Sustainable Growth. IMF Occasional Paper N 159, February 1998.
163. International Capital Markets. IMF, November 1997.
164. International Capital Markets. IMF, September 1999.
165. International Capital Markets. IMF, March 2000.
166. International Monetary Fund Annual Report 1992, 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 1998, 1999, 2000.

167. Monetäre außenwirtschaftliche Entwicklungen in Mittel- und Osteuropa. Osteuropa-Institut München Working Papers, Dezember 1999, N 221.
168. National Bank of Poland. The Road to Indirect Instruments, IMF Occasional Paper, October 1996, N 44.
169. Poland. International Economic Report 1997/1998, 1998/1999, 1999/2000. Warsaw School of Economics.
170. Problem der Zahlungsbilanz der Russischen Föderation. Berichte des BIOST N 38, 1994.
171. Wachstumsfaktoren in Transformationsländern. Osteuropa-Institut München Working Papers, Dezember 1998, N 211.
172. Wirtschaftsentwicklung in aus gewählten mittel- und osteuropäischen Ländern 1998/1999. Osteuropa-Institut München Working Paper, April 1999, N 218.
173. Wirtschaftslage und Reformprozesse in Mittel- und Osteuropa. Sammelband 1998, Berlin, 1998
174. Wege der Geldwertstabilisierung in Rußland. Berichte des BIOST, N 9, 1993.

#### **4. Источники стран СНГ (Украина, Белоруссия, Казахстан, Узбекистан), ЦВЕ (Венгрия, Польша, Чехия)**

175. Вісник Національного Банку України.
176. Интерфакс - Украина.
177. Национальная экономическая газета.
178. Тенденции украинской экономики.
179. Финансовая Украина.
180. Экономика Украины.
181. Белорусская газета.
182. Белорусская деловая газета.
183. Белорусский экономический журнал.
184. Дело: Восток плюс Запад.
185. Raporty.
186. Экономика Казахстана: отрасль, регион, предприятие.
187. Бизнес-вестник Востока.
188. Рынок, деньги, кредит.
189. Magyarország.

190. Magyar Közlöny.
191. MNB Eves, jelentés.
192. National Bank of Hungary. Annual Report 1997-1999.
193. Nepszabadsay.
194. Business News from Poland 1999-2000/
195. Polish News Bulletin 1999-2000.
196. PBN - Economic Review, 1999-2000.
197. Zeszyty PBR-CASE, W-wa, N 35-45. 1998-1999.
198. Parkiet за 1999.
199. Instytucje Finansowe w Polsce 1997-1998, W-wa, 1999.
200. National Bank of Poland. Annual Report 1997-1999.
201. Rzeczpospolita daily 1999-2000.
202. Gazeta Bankowa weekly 1999-2000.
203. Rules and Regulations of the Warsaw Stock Exchange.
204. Rules of the Stock Exchange Court.

## **5. Российские журналы и газеты**

205. Ведомости.
206. Власть.
207. Внешнеэкономический бюллетень.
208. Вопросы экономики.
209. Деньги.
210. Деньги и кредит.
211. Известия.
212. Индикатор.
213. Итоги.
214. Коммерсант.
215. Компания.
216. Независимая газета.
217. Общая газета.
218. Проблемы теории и практики управления.
219. Российская газета.
220. Российский экономический журнал.
221. Рынок ценных бумаг
222. Финансовая газета.
223. Эксперт.

Макетирование В. Грачев  
Ответственная за выпуск Н. Кручинина  
Подписано в печать 20.10.2002

---

Объем 15.1 п.л. Тираж 500 экз.  
Редакционно - издательская группа  
Главный редактор Э. Шейнин  
Отпечатано в типографии ИМЭПИ РАН  
Москва, 117418, ул. Новочеремушкинская, д.46

**ISBN 5-9520-0006-1**

© ИМЭПИ РАН

© Козлов Н.Б.