

**Ю. Сизов**

**Формирование системы  
государственного регулирования  
рынка ценных бумаг в России**

**Московский опыт**

Москва – 1999

В книге обобщен опыт государственного регулирования рынка ценных бумаг в мире, России, Центральном экономическом регионе. Особое внимание уделяется проблемам современного этапа развития отечественного рынка ценных бумаг, показаны противоречивость процессов его создания и перспективы развития.

Рассмотрен широкий круг вопросов, касающихся взаимосвязи рынка ценных бумаг и таких экономических категорий, как структура собственности, конкуренция, инвестиции в реальное производство. Анализируется роль государства в построении и регулировании рынка ценных бумаг.

Для профессионалов, работающих на рынке ценных бумаг, сотрудников органов государственного управления, менеджмента корпоративных предприятий, преподавателей, студентов и аспирантов финансово-экономических вузов. Книга будет полезна также читателю, интересующемуся ценными бумагами и фондовыми рынками.

## Оглавление

Предисловие .....	5
<b>Часть 1.</b> История и современное состояние государственного регулирования рынка ценных бумаг .....	8
Значение рынка ценных бумаг для современной России .....	8
Особенности современного российского рынка ценных бумаг .....	24
Теоретическая основа и исторический опыт государственного регулирования рынка ценных бумаг ....	34
Особенности регулирования рынка ценных бумаг на региональном уровне .....	49
<b>Часть 2.</b> Роль рынка ценных бумаг в процессе трансформации экономики .....	54
Рынок ценных бумаг и структура собственности корпораций .....	54
Проблема привлечения инвестиций в реальный сектор экономики .....	62
Роль рынка ценных бумаг в формировании конкурентной среды .....	73
<b>Часть 3.</b> Концепция государственного регулирования рынка ценных бумаг .....	78
Реализация государственных интересов на рынке ценных бумаг .....	78

Государственное стимулирование внутренних инвестиций.....	87
Оказание государственной поддержки эмитентам в процессе выхода на рынок ценных бумаг .....	100
Трансформация инфраструктуры рынка с целью повышения его устойчивости.....	113
Информатизация процесса государственного регулирования рынка ценных бумаг.....	124
Обеспечение безопасности участников рынка ценных бумаг.....	130
Образование и просвещение в сфере рынка ценных бумаг.....	142
<b>Часть 4. Приоритетные методы проведения государственной политики на рынке ценных бумаг.....</b>	<b>155</b>
Прогрессивные методы широкомасштабного привлечения средств населения на рынок ценных бумаг	155
Управление государственными долями собственности в акционерных обществах.....	169
Формирование системы государственных гарантий частных инвестиций .....	187
Превращение города Москвы в фондовый центр международного значения .....	195
<b>Часть 5. Московская комплексная программа развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику региона.....</b>	<b>211</b>

## Предисловие

Кризисы 90-х гг. дали понять, что российская экономика испытывает огромную потребность в новых идеях, в реалистических концепциях, которые бы не были жестко заданными, находясь строго в рамках радикальных конструкций того или иного течения экономической мысли. Это – потребность в позитивном научном и управленческом мышлении, которое, оставаясь в векторе рыночных отношений, опиралось бы не на мифы, которых много в любой экономической теории, а на правду, на хозяйственную реальность, на действительные интересы людей, стремясь направить их на устойчивое развитие общества, на прирост инвестиций в человеческий и производственный капитал.

Наиболее жесткие вызовы 90-х гг. были созданы на финансовом рынке, который в 1994, 1997 и 1998 гг. привел к массовым потерям сбережений населения, вспышкам инфляции и политической нестабильности, но при этом не выполнил своей основной задачи привлечения и перераспределения средств для инвестиций в реальный сектор, для новой модернизации экономики страны. Сам российский финансовый рынок был создан и продолжает существовать как крайне неэффективный механизм с огромными рисками, преследующий преимущественно спекулятивные задачи, относящиеся к узкому кругу инвесторов.

Тем ценнее правда, сказанная о финансовом рынке в этой книге, точный и скрупулезный анализ действительного положения дел на рынке ценных бумаг, предложенная позитивная политика развития рынка, направленная на стимулирование инвестиций в реальный сектор, на максимальное использование внутренних сбережений для этой цели, на снижение рисков и издержек, которые выталкивают сейчас российские капиталы за границу.

У книги – жесткая и правильная логика. Начальный пункт – понимание сложившегося в России рынка ценных бумаг, как слабого, спекулятивного, олигополистического, обслуживающего оффшорные потоки капитала и непроизводительные нужды государства. Как итог, делается вывод о необходимости изменения сформированной в 90-е годы политики развития фондового рынка. Формулируется ряд важных теоретических посылок – о необходимости усиления стимулирующей роли государства, о приоритетной роли рынка ценных бумаг – в сравнении с кредитным рынком – для накопления и перераспределения финансовых ресурсов на цели инвестиций, о преимуществен-

ном акценте на внутренние сбережения и инвестиции (при сохранении открытости рынка и важной роли иностранных инвесторов), о перво-степенной роли экономических интересов государства как собственника, проявляющихся через рынок ценных бумаг, и др.

Следующий шаг – анализ и разработка политик решения ключевых проблем собственности, стимулирования инвестиций, развития и регулирования фондового рынка.

В частности, такие политики разработаны в книге по отношению к реструктуризации существующего рынка ценных бумаг и созданию на нем конкурентной среды, в части работы с эмитентами, населением и коллективными институтами сбережений как инвесторами, с государством как собственником, в отношении инфраструктуры, безопасности и информационных систем фондового рынка, в связи с возможным созданием международного финансового рынка в Москве.

Это не абстрактные лабораторные политики. За ними стоит реальный опыт, накопленный в Москве (и московскими властями) в попытках придать рынку ценных бумаг более реальный и производительный характер. Особая ценность книги также в том, что она пытается дать ответ на вопрос, как и что должно делать государство в ближайшие годы, чтобы экономическое благополучие населения прирастало рынком ценных бумаг. Ее материал легко трансформируется в государственную политику на рынке, причем как на региональном, так и на федеральном уровне (рынок в Москве составляет 80-90% общероссийских оборотов).

Я не могу относиться к этой книге только как к научной монографии.

Во-первых, она (от имени одного из крупных московских управленцев) демонстрирует новую философию государственной власти, какой она могла бы стать в следующем десятилетии. Не только и не столько подавлять, сколько помогать, создавать условия и стимулы, высвободить положительную энергию людей и рынка.

Во-вторых, в этой книге – правда о том, каким сложился наш финансовый рынок.

В-третьих, научные идеи, заложенные в ней, основаны на стремлении строить, создавать реальные стимулы к инвестициям в производство, высвободить энергию людей, а не втискивать ее в умозрительные рамки заранее заданных теоретических конструкций, имеющих слишком слабую обратную связь с реальной жизнью (чем всегда грешили политическая экономия социализма и рыночные концепции 90-х гг.), часто безжалостные к тем переворотам к худшему,

которые они производили в жизни российского населения).

Наконец, это очень личная книга, это позиция, занятая автором, она в полной мере отражает его опыт, интересы и личную этику, которые заслуживают научного и человеческого уважения. Эта книга – попытка сопротивления разрушительным кризисам 90-х, попытка предпринять все лучшие усилия, как говорят на рынке ценных бумаг, чтобы этот рынок выполнил свое истинное предназначение – привлечение средств для инвестиций, для строительства новой социальной, рыночной и открытой экономики страны.

В итоге сказанного, выражу надежду на внимательное и неравнодушное чтение, на профессиональную и человеческую пользу, которую читатель в полной мере извлечет из своей работы над страницами этой книги.

Надеюсь, что эта книга сможет во многом изменить взгляды читателя на рынок ценных бумаг, сложившиеся в 90-е годы, стать доводом против того огромного преимущества краткосрочного интереса и короткой выгоды, которое до сих пор характерно для финансового рынка страны.

*Заведующий кафедрой ценных бумаг*

*Финансовой Академии при Правительстве РФ,*

*проф. Я.М. Миркин*

## Часть 1

# История и современное состояние государственного регулирования рынка ценных бумаг

### Значение рынка ценных бумаг для современной России

На долю рынка ценных бумаг выпала нелегкая участь служить постоянным объектом критики практически с момента своего зарождения. Родоначальник классической немецкой философии Иммануил Кант в своем трактате «О вечном мире» (1795 г.) называет «кредитную систему, при которой долги могут непомерно увеличиваться, оставаясь в то же время гарантированными (поскольку кредиторы не предъявляют своих требований одновременно), остроумным изобретением ... в этом столетии»<sup>1</sup>. Кант утверждает, что «поиски средств внутри страны или вне ее не вызывают подозрения, если это делается для экономических нужд страны (улучшения дорог, строительства новых населенных пунктов, создания запасов на случай неурожайных лет и т.д.)». Но при этом он указывает на возможность государственного банкротства, способного нанести неоправданный вред другим государствам. Таким образом, еще до оформления в наиболее развитых странах рынка ценных бумаг как специфического института Кант указал на две стороны экономических отношений, лежащих в его основе. С одной стороны, создание гарантированной (в трактовке И. Канта) заемной системы является благом, позволяющим концентрировать средства для выполнения капиталоемких задач. С другой стороны, такая система при определенных обстоятельствах таит в себе опасность дестабилизации экономики целых государств.

В XIX веке рынок ценных бумаг сыграл большую роль в развитии капитализма в странах Европы и Северной Америки. Механизм феодального наследования не позволял формирующемуся классу буржуазии использовать ценности, накопленные предыдущими поколениями крупных собственников, для развития новой производственной базы. Как правило, аристократия владела землей и недвижимостью, но не умела распорядиться этим с выгодой для себя. В результате чисто финансовая база аристократических семейств неуклонно су-

---

<sup>1</sup> Антология мировой политической мысли. Том 1. Зарубежная политическая мысль: истоки и эволюция. М.: – Мысль, 1977, С.483.



жалась. Зарождающийся класс буржуазии не имел достаточного начального капитала для расширения своей высокодоходной производственной деятельности. Развитие рынка ценных бумаг отвечало интересам и тех, и других: аристократия получила возможность закладывать свою собственность и пускать капитал в оборот, а для буржуазии упростилась задача мобилизации ресурсов.

Рынок ценных бумаг стал одним из символов реализации экономических свобод человека: свободы каждого индивида предоставлять свои сбережения для использования в тех производственных процессах, в которых сам он не принимает непосредственного участия. Характерно, что любая диктатура (от якобинской до диктатуры пролетариата) начинала ограничение личных свобод человека именно с ограничения данного права. Если право на частную собственность отменялось постепенно, то право на эксплуатацию капитала ликвидировалось первыми же декретами «новой» власти.

Оправданием для ликвидации рынка ценных бумаг обычно выступали те его проявления, которые активно эксплуатировали в своих трудах философы-моралисты. Во-первых, было замечено, что прологом крупных экономических кризисов, как правило, являлся крах на рынке ценных бумаг. Во-вторых, отмечалось, что во многих странах с развитием рынка начала увеличиваться прослойка рантье, которые получали доходы, не принимая непосредственного участия в общественном производстве.

Критика этих суждений уже стала хрестоматийной:

1. Наступление одного события после другого отнюдь не означает их причинно-следственной связи. Состояние рынка ценных бумаг является индикатором общего состояния экономики. Отрыв финансового сектора от производственного, ведущий к краху на рынке ценных бумаг, не является неотъемлемой чертой любого рынка ценных бумаг. Он проявляется лишь в те моменты истории каждой страны, когда в экономике появляются серьезные структурные диспропорции.
2. Существование класса рантье является меньшим злом для общества, чем наличие большого числа неэффективных собственников, не умеющих с пользой для общества распорядиться своими капиталами. Если рантье практически не оказывают влияния на уровень производительности труда в промышленности, то неэффективные собственники своим неумелым вмешательством в управление производственными процессами приводят к их деградации.

История показала, что, несмотря на критику, институт рынка

ценных бумаг в общемировом масштабе непрерывно развивается. Более того, в каждой отдельной стране именно корпоративная собственность, опирающаяся на рынок ценных бумаг, постепенно становится основной формой частной собственности на средства производства.

Последняя закономерность развития института частной собственности справедлива и для послереформенной России. Еще 15 октября 1988 г. было принято постановление Совета Министров СССР «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг». Оно открывало дорогу для некорпоративной формы собственности, основанной на полном хозрасчете коллективов предприятий. Путем распределения среди работников так называемых «акций трудового коллектива» им предоставлялась возможность участвовать в прибыли предприятий. Этим правом по всей стране воспользовались лишь единицы предприятий. Другой попыткой активизации некорпоративной формы собственности явилось принятие 19 июля 1998 г. федерального закона № 115-ФЗ «Об особенностях правового положения акционерных обществ работников (народных предприятий)». Выход данного правового акта также практически не повлиял на структуру распределения собственности в народном хозяйстве.

В противоположность этому принятие в конце 1990 г. Верховным Советом РСФСР законов РСФСР «О собственности в РСФСР» и «О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР», а также утверждение «Положения об акционерных обществах» привело к лавинообразному процессу образования корпоративных предприятий. В результате этого на долю предприятий корпоративной формы собственности в настоящее время в России приходится более двух третей производимого ВВП.

Таким образом, корпоративная собственность в России объективно стала основной. Существование развитого рынка ценных бумаг является одной из главных предпосылок эффективного функционирования корпоративного сектора экономики. В отношении корпоративных предприятий он выполняет три основные задачи:

- за счет обращения акций позволяет менять владельцев корпоративных предприятий;
- поглощая новые эмиссии, обеспечивает привлечение инвестиций на предприятия;
- путем установления котировочных цен позволяет получить ориентиры рыночной цены на предприятия и является показателем их экономического благополучия.

Мировая практика показывает, что низкое качество выполнения

этих задач ведет к постепенной деградации корпоративного сектора. Поэтому наличие развитого рынка ценных бумаг является одним из обязательных условий повышения эффективности отечественного хозяйства, базирующегося в настоящее время на корпоративных отношениях.

В последнее десятилетие западными экономистами активно развиваются идеи о переходе цивилизации к новому этапу развития экономики, основная особенность которого состоит в использовании так называемых мехотронных технологий, являющихся результатом соединения современных механических технологий с электронными. Специфика электронных технологий состоит в качественно новом подходе к информационному обеспечению. Если эффективное использование механических технологий обеспечивается примерно паритетным составом таких традиционных ресурсов, как сырье, орудия производства, добываемая энергия и труд, то в мехотронных технологиях появляется новый самостоятельный ресурс – информация. Информационная составляющая начинает доминировать в производстве материальных благ, а мехотронные технологии становятся основой производства.

На основе этих доводов делается вывод о формировании нового типа общественной организации, названной постиндустриальным обществом. В производственной сфере такого общества кооперация и сотрудничество дают более весомые стратегические преимущества, чем конкурентная борьба. В результате ускоренное развитие получают новые типы корпораций – сетевых, глобальных и виртуальных. Они выступают в роли современных форм крупномасштабного производства и распределения.

Анализируя тенденции перехода к постиндустриальному обществу, ряд экономистов выдвигает тезис о постепенном отмирании корпоративных институтов, в том числе рынка ценных бумаг. Однако практика пока не подтверждает этих прогнозов.

Это объясняется, главным образом, тем, что более 85% населения Земли живет и работает в условиях, далеких от постиндустриального общества. Основные признаки постиндустриального общества обычно формулируются следующим образом:

- центральное место в постиндустриальном обществе занимает теоретическое знание как основа научно-технического прогресса;
- нехватка благ заменяется нехваткой информации и времени;

- в режиме постоянного ускорения создаются новые интеллектуальные технологии;
- растет класс людей, обладающих необходимым для общества знанием;
- наука приобретает харизматический ореол;
- происходит переход от потребления благ к потреблению услуг и в первую очередь интеллектуальных;
- наблюдаются аналогичные изменения в характере труда, увеличивается роль женщин в сфере занятости;
- индустриальная экономика переходит в новое качество – экономики информации.

Очевидно, что в России большинство этих признаков пока не вполне сформировалось. Объективно наша страна еще не может претендовать на вхождение в постиндустриальное общество. Следовательно, развитие отечественной экономики целесообразно вести, ориентируясь на опыт, полученный ведущими индустриальными странами в предыдущие десятилетия. В части рынка ценных бумаг этот опыт однозначно свидетельствует о высокой важности данного сегмента общего рыночного хозяйства. Мировая практика показывает, что, чем лучше развит рынок ценных бумаг в каждой отдельной стране, тем выше уровень ее общего экономического и социального развития.

Исходным посылом начала корпоратизации в XVIII в. явился процесс отделения управления от собственности. Он характеризуется двумя особенностями, значение которых не снижается и в настоящее время:

- управление сложными финансово-производственными системами требует от менеджеров высокого профессионализма, которым не всегда обладают собственники предприятия (особенно те, которые получили свою собственность по наследству или другими нерыночными путями);
- модернизация производства требует периодического притока новых средств, которыми, как правило, не обладают люди, которые непосредственно заняты в производственном процессе.

На современном этапе добавляются новые обстоятельства, которые стимулируют рост института рынка ценных бумаг:

1. Получающие все более широкое распространение так называемые высокие технологии (high tech) связаны с повышен-

ным риском для инвесторов, так как прогноз эффекта от их практической реализации обычно необычайно сложен. В этих условиях широкое привлечение банковских кредитов без соответствующего обеспечения, как правило, невозможно. Финансирование предприятий, использующих высокие технологии, носит характер венчурного, поэтому осуществляется посредством более рискованных, но потенциально и более доходных для инвесторов инструментов рынка ценных бумаг.

2. Стоимость внедрения инноваций по отношению к стоимости основных средств фирм, которые их у себя внедряют, непрерывно растет. Периоды морального устаревания основных фондов постоянно сокращаются. Амортизация и отчисления от прибыли уже не могут обеспечить финансирование резких технологических рывков. Поэтому потребности в оперативном привлечении относительно больших капиталов на условиях участия в будущей прибыли у быстро развивающихся экономических субъектов непрерывно увеличиваются. Это также способствует более интенсивному взаимодействию фирм и предприятий с рынком ценных бумаг.

В результате эффективность рынка ценных бумаг в последнее время стала одним из определяющих факторов экономического роста развитых и развивающихся стран. Тенденция усиления роли этого рынка отражает закономерность развития мирового производства и носит объективный характер. На развитие рынка ценных бумаг оказывают влияние также новые тенденции корпоративного развития:

- дальнейшая концентрация капитала, осуществляемая в форме слияний и поглощений, а также создания стратегических альянсов;
- интернационализация капитала (рост транснациональных компаний, привлечение наиболее дешевых инвестиций независимо от страны их происхождения);
- повышение степени глобализации деятельности международных корпораций (распространение товаров и услуг, создание дочерних структур на наиболее привлекательных зарубежных рынках);
- интеграция промышленного и финансового капитала;
- диверсификация форм и направлений деятельности крупных корпораций;

- развитие и повсеместное расширение сферы применения международных стандартов регулирования национальных рынков: капиталов, товаров, услуг, труда.

По данным ООН, сегодня в мире насчитывается более 40 тыс. материнских транснациональных компаний, которые контролируют около 250 тыс. дочерних компаний и отделений за рубежом. В них работает 73 млн. человек, т.е. каждый десятый занятый в мире работник. На транснациональные корпорации приходится свыше  $\frac{1}{4}$  мирового валового продукта. Годовой оборот этих компаний составляет около 6 трлн долл. Доля транснациональных корпораций в мировом ВВП повысилась за последние 30 лет с 17% до 30%. 85 самых мощных корпораций контролирует 70% всех заграничных инвестиций<sup>2</sup>.

Современный мир развивается в направлении образования единого экономического пространства, где основными хозяйствующими субъектами становятся не страны и экономические союзы, а корпорации и альянсы. По прогнозам западных экономистов, к 2000 г. в мировой экономике установится господство 300-600 транснациональных корпораций. При этом примерно 300 корпораций будут распоряжаться 75% валового продукта мира, осуществлять значительную диверсификацию своего производства и услуг: около 60% в сфере производства, 37% – в сфере услуг и 3% – в добывающей промышленности и сельском хозяйстве<sup>3</sup>.

Вывод российской экономики из сегодняшнего экономического кризиса, создание реальных условий для ее подъема и устойчивого развития также в решающей степени зависят от эффективности работы крупных национальных корпораций, способных активизировать производственный, технологический и трудовой потенциал страны.

Фактически в настоящее время перед российской экономикой стоит задача проведения так называемой «догоняющей» трансформации, которая требуется для того, чтобы достичь технологического уровня ведущих стран. Аналогичную задачу в свое время решали послевоенные Германия, Италия, Франция, Япония, а также современные Китай, Южная Корея и страны Юго-Восточной Азии. Стратегия подобной трансформации состоит в концентрации имеющихся ресурсов на развитии производств, определяющих основной вектор мирового экономического развития.

Некоторая часть отечественных экономистов считает такую за-

---

<sup>2</sup> Мильнер Б. Крупные корпорации – основа подъема и ускорения развития экономики//Вопросы экономики. – 1998 – № 9 – С.67.

<sup>3</sup> Там же, С.69.

дачу неактуальной в условиях, когда падение ВВП составило более 50% от предкризисного уровня 1989 г. и не останавливается вот уже более 9 лет. Поэтому ими выдвигается задача максимальной загрузки на базе госзаказа имеющихся производственных мощностей и восстановления предкризисного уровня производства. Однако это – ошибочная стратегия, так как промедление в решении вопросов стратегического характера неизбежно вызовет дополнительное отставание России в межстрановой конкурентной борьбе.

Экономический кризис в России вызван, в первую очередь, не потерей управляемости экономики, которая привела к дезорганизации производственных связей с последующим снижением занятости населения и коэффициента использования основных средств. Он имеет объективный характер, так как плановая экономика СССР была непропорциональной: тяжелая промышленность (включая ВПК) давала около 75% ВВП, а легкая (включая сферу услуг и финансовый сектор) – 25%. В современной рыночной экономике, ориентированной на максимальное удовлетворение потребности человека, пропорция должна быть обратной.

Как минимум, 40% ВВП СССР составляла военная продукция и то, что непосредственно требовалось для ее производства. В настоящее время ее доля составляет не более 5-8% ВВП. Таким образом, только лишь сокращение военного производства дает более 30% общего снижения ВВП за годы реформ. Еще не менее 10-15% общего падения ВВП приходится на уменьшение производства продукции потребительского назначения низкого качества и непригодного ассортимента, которая ранее находила спрос только из-за отсутствия у потребителей возможности выбора<sup>4</sup>.

Трансформационный спад обуславливается неспособностью экономики справиться с требуемым перемещением ресурсов из одних отраслей и регионов в другие. Общими причинами этого является неразвитость нарождающихся рыночных инфраструктур и наличие различных барьеров на пути движения труда и капитала. В проекции на рынок ценных бумаг это выражается в слабости и неустойчивости внутренних механизмов, что создает препятствия для эффективного проявления рыночных стимулов.

Как и в других плановых экономиках, в России были недоразвиты все сферы услуг, особенно таких, как торговля, банки, финансовые и страховые услуги. Низкие темпы перемещения ресурсов из промышленности в сферу услуг – важнейшая причина падения производ-

---

<sup>4</sup> Ясин Е. Поражение или отступление?//Вопросы экономики. – 1999 – № 2 – С. 5.

ства. В России отклонение отраслевой структуры (промышленность/сельское хозяйство/услуги) от «нормального» уровня составляло в конце 80-х гг. около 14,9% ВВП. Хотя на начальном этапе ликвидация унаследованных от плановой экономики диспропорций в структуре экономики и во внешней торговле сопряжена со снижением эффективности и падением производства, в конечном счете, перераспределение ресурсов (труда и капитала) между предприятиями, отраслями и регионами должно привести к повышению эффективности.

То, что современная трансформация связана с построением в России открытой рыночной экономики, придало некоторую популярность идеям, согласно которым в падении ВВП следует винить исключительно капитализм с присущим ему кризисным характером развития. Однако исторический анализ свидетельствует о том, что в данном конкретном случае это не совсем верно. Следует признать, что глубокое падение ВВП, вызванное трансформацией экономики, в России происходит не впервые и не только при переходе к капитализму. В период с 1913 по 1917 годы промышленное производство сократилось на 75%, а между 1917 и 1921 – еще на 75%<sup>5</sup>. Своеобразным примером для современности является экономическая политика советской власти в первые десятилетия ее существования. После короткого периода НЭПа, реанимировавшего базовые производственные звенья, основные усилия были направлены не на восстановление в полном объеме старой мелкотоварной структуры производства, а на решительную индустриализацию в наиболее высокотехнологичном для того времени виде. Таким образом, в первой половине века в России уже был проведен успешный эксперимент по целевому внедрению наиболее совершенных на то время хозяйственных укладов.

В настоящее время перед Россией также стоят, главным образом, не задачи развития капиталистических отношений, расширения частной собственности и либерализации экономики, на которые делают упор правые радикалы. В экономическом смысле такого рода цели выглядят вторичными на фоне задачи реформирования экономики с максимальным использованием наиболее современных укладов. В связи с этим капитализм выступает, прежде всего, как система экономических отношений, позволяющих создать необходимую среду для развития этих укладов.

Задача проведения современной «догоняющей» трансформации экономики России состоит в создании нового ее ядра, соответствующего требованиям международной конкуренции. Осуществление такого преобразования возможно лишь при проведении инвестиционной

---

<sup>5</sup> Сорос о Соросе. Опережая время. – М.: Инфра-М, 1996. – С. 170.



политики, обеспечивающей переток ресурсов в перспективные отрасли экономики и ускоренное развитие этих отраслей. Как показала практика развития других стран, всплеск активности в этих отраслях постепенно приобретает общеэкономический характер. В результате сначала происходит полная загрузка оборудования существующих мощностей, затем создаются новые. Последние поглощают основную массу инвестиционного капитала.

Существует два внебюджетных потенциальных канала перемещения ресурсов между отраслями экономики: один из них проходит через кредитный рынок, другой – через рынок ценных бумаг.

Кредитные механизмы являются более понятными большинству российских хозяйственников и государственных управленцев. К тому же принято считать, что для перераспределения денежных капиталов в России уже существует основная инфраструктура в виде двухуровневой банковской системы. Однако практика показала, что перемещение ресурсов между отраслями экономики по данному каналу происходит очень медленно. Причины для этого вполне объективны, и не могут быть мгновенно устранены в приказном порядке.

Во-первых, предприятия свертывающихся отраслей не обладают свободными капиталами в денежной форме и испытывают постоянный дефицит оборотных средств. Поэтому они не имеют возможности переводить в форму депозитов свои активы. Следовательно, банковская система не может получать от них ресурсы, которые в дальнейшем можно было бы распределять среди предприятий растущих отраслей.

Во-вторых, даже те бюджетные средства, которые государство могло бы целенаправленно направлять на поддержку перспективных предприятий через специальные «банки развития», при существующей ситуации окажутся низкоэффективными. На сегодня в России более 70% крупных и средних предприятий преобразованы в акционерные общества и приватизированы. По состоянию на начало 1997 г. государство продолжало владеть лишь 7,4% акций, причем  $\frac{3}{4}$  всех этих предприятий были уже полностью разгосударствлены<sup>6</sup>. Однако эффективный собственник на большинстве российских корпоративных предприятий отсутствует. Большая часть акций принадлежит членам трудовых коллективов, относительно мелким внешним инвесторам и государству, т.е. тем акционерам, которые в настоящее время фактически не имеют возможности контролировать производственно-

---

<sup>6</sup> Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий//Вопросы экономики. – 1998 – № 12 – С. 112.

финансовую деятельность предприятий. Реально ее контролирует администрация предприятий и, в некоторых случаях, внешние финансовые организации, не являющиеся владельцами основной части акционерного капитала. Объективно они не заинтересованы в наращивании акционерного капитала, так как в этом случае им придется делиться прибылью с акционерами-аутсайдерами. Свои частные доходы они получают за счет техники приватного управления финансовыми потоками предприятия. При этом попытки направить государственные кредитные ресурсы на предприятия, как это предусматривается правительственными программами, неизбежно приведут к их перекачке в собственность лиц, контролирующих данные предприятия.

В-третьих, у российских коммерческих банков крайне низка собственная капитализация, что не позволяет им проводить эффективную кредитную политику. После осеннего банковского кризиса 1998 г. большинство из них находятся на грани дефинансирования. Около 75% активов всей банковской системы России сосредоточено в так называемых проблемных банках и банках-банкротах<sup>7</sup>. Отлаженный в рыночной экономике механизм расширенного воспроизводства – трансформация сбережений в инвестиции через банковскую систему – в нашей экономике не работает. Доля кредитов коммерческих банков всему хозяйству в течение 1998 г. оставалась на уровне 32-33% всех банковских активов. В отличие от роли банков в нормальной рыночной экономике отечественная банковская система работает не на приток капиталов в производственную сферу, а на вымывание их отсюда. По имеющимся оценкам, интенсивность оттока капитала из производственной сферы в сферу финансовых спекуляций и за рубеж через банковскую систему достигает 14% ВВП или более половины всего фонда накопления в стране<sup>8</sup>. Совокупная доля кредитов, выданных банками России, составляет только 11% ВВП. Для сравнения: в Германии этот показатель достигает 113%, в США – 119%, в Японии – 190%<sup>9</sup>.

Таким образом, в современных российских условиях приоритет кредитных источников финансирования производства не может стать основным инвестиционным фактором. Частный собственник в производстве вынужден опираться на свои финансовые ресурсы и, прежде всего, – на свой основной капитал. Так как для проведения современ-

---

<sup>7</sup> Смирнов С. Поддержка российского предпринимательства//Вопросы экономики. – 1999 – № 2 – С. 33.

<sup>8</sup> Глазьев С. Критические замечания по фундаментальным вопросам денежной политики//Вопросы экономики – 1999 – № 2 – С. 47.

<sup>9</sup> Смирнов С. Поддержка российского предпринимательства//Вопросы экономики. – 1999 – № 2 – С. 33.

ной модернизации предприятий его явно недостаточно, трансформация финансовых активов в деньги и наоборот должна происходить не только на уровне банковской системы, но и на уровне каждого предприятия. За счет этого процесса постепенно должен быть сформирован новый производительный капитал.

Иными словами, перед Россией в настоящее время стоит задача приведения структуры отношений собственности в соответствие с современными требованиями развития экономики. На большинстве предприятий сложилась неоптимальная структура собственности с преобладанием инсайдеров, тормозящая процесс привлечения инвестиций. Возможности перераспределения акций в условиях неэффективной институциональной инфраструктуры, когда движение прав собственности если и происходит, то по большей части на локальных рынках (прежде всего внутри предприятий), близки к исчерпанию. Путь к концентрации акций в руках эффективных собственников лежит через развитие рынка капиталов. Без этого существующая неоптимальная структура собственности может сохраняться неопределенно долгое время, препятствуя выходу отечественной экономики из депрессии.

Поэтому нужно, прежде всего, создать систему обращения национального капитала, которая позволяла бы свободно переливаться доходу в капитал и наоборот. На практике это означает активизацию всех технических и организационных мер по формированию емкого внутреннего рынка капитала. Имеющиеся у государства ресурсы в наших условиях целесообразно направить на поддержку тех глобальных программ, финансирование которых не под силу отдельным предприятиям. В первую очередь это относится к развитию инфраструктуры обращения капитала – рынка ценных бумаг.

Важнейшей государственной задачей является поддержка развития институтов и технологий трансформации внутренних сбережений предпринимателей и населения в производственные инвестиции. В результате рынок ценных бумаг станет центральным звеном в системе перераспределения национальных ресурсов в перспективные производства.

Предстоящая трансформация российской экономики должна решить две взаимосвязанные задачи:

- создать систему капитала, адекватную такому производительному потенциалу страны, который позволит ей соответствовать требованиям международной конкуренции;

- создать систему генерации доходов, которая стимулирует расширение института частной собственности в общественном производстве.

Пока в стране отсутствуют механизмы рыночного оборота основных производственных фондов и не сформирован производительный капитал как базис оживления производства в реальном секторе, подъема экономики ожидать бессмысленно.

Анализ тенденций изменения структуры собственности на российских предприятиях в последние годы показал, что собственность продолжает концентрироваться в руках менеджмента, усугубляя тем самым уже сложившееся неоптимальное распределение. Пакеты трудовых коллективов, банков и инвестиционных фондов уменьшаются. Суммарная интенсивность межгрупповой «миграции» акций в период 1995-1997 гг. составила 17%<sup>10</sup>. В этих условиях единственным выходом из сложившейся почти «патовой» ситуации является создание с помощью направленных государственных усилий эффективного высоколиквидного рынка акций.

Американский опыт, а также опыт ряда других стран показал, что высокоразвитый рынок ценных бумаг сам по себе является системой эффективного корпоративного управления при распыленной структуре акционерного капитала. Отсутствие прямого контроля со стороны мелких акционеров компенсируется регулируемыми импульсами, которые посылает предприятиям развитый рынок ценных бумаг. Такие импульсы стимулируют производственно-финансовую эффективность предприятий и заставляют их проявлять заботу об экономических интересах мелких акционеров.

Довольно распространенным в настоящее время является мнение, что рынок ценных бумаг в российских условиях себя скомпрометировал, и дальнейшее его развитие невозможно по причине потери доверия к нему населения. Это суждение верно лишь отчасти, а именно – существовавшая политика развития рынка ценных бумаг в России себя скомпрометировала, вследствие чего инвестор отказал в доверии большинству действовавших на российском рынке финансовых институтов.

В общем виде финансовые потоки на рынке ценных бумаг можно представить в виде пятиэлементной схемы, показанной на рис.1.

---

<sup>10</sup> Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий//Вопросы экономики. – 1998 – № 12 – С. 115.

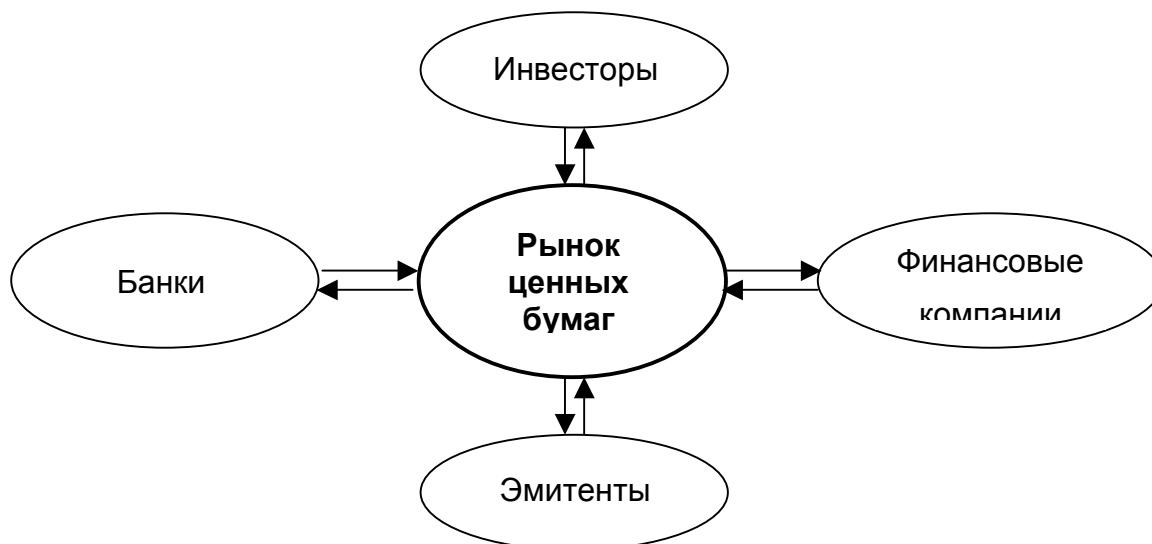


Рис.1. СХЕМА ФИНАНСОВЫХ ПОТОКОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ.

На типичном рынке ценных бумаг, характерном для большинства стран мира, движение финансовых потоков идет по вертикали: инвестиции перетекают от инвесторов к эмитентам, а доходы от инвестиций – в обратном направлении.

Внутри системы, которая сформировалась в 90-х гг. на российском рынке ценных бумаг, основные финансовые потоки переливались в горизонтальном направлении: внутри системы банков (главным образом отечественных) и небанковских финансовых компаний (в основном зарубежных). Таким образом, рынка ценных бумаг как инвестиционного механизма в России, по сути, не существовало. На его месте находился своеобразный псевдофинансовый рынок, который использовался для спекулятивной игры на финансовых активах. Отдельные элементы инфраструктуры рынка (торговые площадки, брокеры, дилеры, депозитарии и т.д.) не складывались в общую систему, предназначенную для решения задачи вовлечения сбережений предпринимателей и населения в инвестиционный оборот реального сектора экономики. Не случайно поэтому в течение относительно длительного периода существования такого рынка значительный его сегмент был занят суррогатами ценных бумаг. Это объясняется тем, что, в принципе, в качестве средства спекуляций может быть использован тираж любого заменителя (талонов, билетов, этикеток, почтовых марок и т.п.), не обязательно обладающего всеми свойствами ценной бумаги.

Чтобы создать нормально функционирующий эффективный рынок ценных бумаг, следует устранить возможность осуществления на нем высокоприбыльных финансовых спекуляций, не опосредованных расширением производства. Ценные бумаги любого предприятия иг-

рают роль своеобразного «залога», находящегося у их собственников. Этот залог дает право на участие в прибыли (для акций) или на получение фиксированных платежей (для облигаций) от предприятия. Рост стоимости такого залога должен в среднем соответствовать росту эффективности капитала конкретного предприятия, выпустившего в обращение этот залог – свои ценные бумаги.

Одна из тенденций современного мирового корпоративного развития заключается в опережающем росте рыночной капитализации по сравнению с оборотом и прибылью предприятий. Она отражает увеличение нематериальной компоненты в стоимости ценнобумажного залога. Иными словами, с развитием экономики рыночная капитализация наиболее передовых и успешных предприятий все в большей мере зависит от интеллектуальной обеспеченности и степени организации производственного процесса. Стоимость предприятий растет по мере увеличения популярности торговой марки, укрепления престижа, упрочения деловой репутации предприятия и т.д.

Увеличение рыночной стоимости корпораций является важной стратегической целью как бизнеса, так и системы его обеспечения. Поэтому важнейшей задачей государственного регулирования рынка ценных бумаг становится увеличение темпов рыночной капитализации предприятий за счет направленной поддержки нематериальных составляющих стоимости каждого динамично развивающегося предприятия. Государство имеет возможность оказать существенную поддержку бизнесу, начав программу целенаправленного укрепления престижа отечественных предприятий. Это особенно важно для России, так как большинство наших компаний пока не обладает наработанными навыками в формировании своей торговой марки, не умеет превращать исторический багаж компании в реальный капитал.

В современных условиях значение нематериальных факторов в развитии общественного производства становится не менее важным, чем материальных. В высокотехнологическом производстве они уже не являются производными от материальных: «вторичными» или «надстроечными». Поэтому уже неправомерно говорить о «первичности» производственно-экономических отношений, о «базисе» и «надстройке», настаивать на «примате материального производства». В связи с этим сам институт рынка ценных бумаг превращается в самостоятельный фактор развития экономики, без которого рыночная трансформация в России становится невозможной.

Поддержка и защита государством устойчивого роста капитализации компаний с помощью регулирования рынка ценных бумаг позволяет оказать предприятиям реальную помощь в формировании их

основного капитала. Номинальный, казалось бы, рост капитализации дает возможность компаниям шире и по более доступной цене привлекать кредитные ресурсы, а также размещать на рынке ценных бумаг новые эмиссии на более выгодных для себя условиях. Таким образом, специальная государственная программа поддержки стабильного роста капитализации рынка ценных бумаг становится эффективным средством подъема реальной экономики, не оказывающим большого давления на бюджет. Мировой опыт свидетельствует, что за счет регулирования рынка ценных бумаг можно достичь результатов, аналогичных прямой бюджетной поддержке промышленности. При этом расходы на регулирование оказываются значительно меньше эквивалентных по воздействию прямых дотаций предприятиям.

К сожалению, Россия пока развивается в ином цикле и иными темпами, чем страны-лидеры мирового экономического процесса. Чтобы, в конечном счете, вписаться в глобальные процессы, она должна использовать все возможности для ускорения своего развития и создать в экономике условия, которые позволяют наиболее эффективно проводить трансформацию хозяйства. При дефиците бюджетных средств приоритет следует отдать относительно недорогим технологиям управления, обеспечивающим быструю отдачу. В связи с этим концентрация усилий и ресурсов государства на развитии эффективного рынка ценных бумаг инвестиционного типа должна стать одной из основных составляющих долгосрочной экономической стратегии правительства.

В экономике развитых стран состояние рынка ценных бумаг является важнейшим индикатором, отражающим внутренние тенденции ее развития. Но рыночные котировки не являются лишь пассивным отражением качества стоящей за ценными бумагами собственности. Они также в свою очередь влияют на ценности, лежащие в их основе: через продажу и выкуп акций, опционов, а также через всевозможные корпоративные операции: слияние и приобретение компаний, переход в открытую форму и т.п. Существуют также и более тонкие пути влияния рыночных котировок на состояние компании: рейтинг кредитоспособности, отношение клиентуры, доверие к управляющему персоналу и т.д. В результате рынок ценных бумаг становится активным ингредиентом процесса, в ходе которого формируется богатство тех компаний, бумаги которых продаются.

Отсутствие эффективного рынка ценных бумаг в России привело к тому, что капитализация российских предприятий упала до предельно низкого уровня (доля капитализации в ВВП в России более чем в десять раз ниже, чем в развитых странах). Производственный капитал предприятий оказывается сильно недооцененным, что являет-

ся тормозом для привлечения внешних инвестиций. Предприятия отказываются продавать (путем эмиссии акций) или закладывать (путем эмиссии облигаций) свой капитал по такой заниженной цене. Поэтому на первичный рынок практически не поступают эмиссии, выпущенные с целью мобилизации предприятиями нового капитала. В отсутствие первичного рынка вторичный российский рынок ценных бумаг неизбежно стагнирует, утрачивает связь с реальным положением дел на предприятиях и превращается в чисто спекулятивный рынок.

Необходимость эффективного рынка ценных бумаг важна для России и еще с одной позиции. В развитой форме этот рынок играет большую роль в сглаживании социального неравенства при распределении доходов на просвещение, здравоохранение и другие социальные нужды, а также на развитие социального страхования. Члены общества с различными уровнями доходов получают возможность инвестировать излишки своих доходов на рынке ценных бумаг. Чем состоятельнее собственник, тем большую часть своих доходов он размещает на рынке, тем большую экономическую пользу обществу приносят эти средства и, таким образом, в большей степени растет его удельный вклад в развитие социальной сферы.

Отсутствие эффективного рынка ценных бумаг в России ведет к тому, что наиболее состоятельные граждане России вынуждены инвестировать свои средства за рубежом, а менее состоятельные – вкладывать их в конвертируемую валюту, обеспечивая тем самым эмиссионный доход иностранным государствам. Вследствие этого средствами российских граждан в настоящее время поддерживается социальная сфера не российского общества, а развитых стран Запада. Одной из важнейших социальных функций государства является разработка и осуществление стратегических программ, направленных на сглаживание неравномерностей распределения общественного благосостояния. В связи с этим государственная забота о развитии рынка ценных бумаг попадает в ряд наиболее приоритетных стратегических задач государства.

## **Особенности современного российского рынка ценных бумаг**

Современный российский рынок ценных бумаг в типологическом отношении можно охарактеризовать как нестационарный экономический процесс, характеристики которого не укладываются полностью ни в одну из известных классических схем. Однако на основе анализа его десятилетней истории можно достаточно четко опреде-



лить основные тенденции развития рынка. Каждая из них возникает, развивается и исчезает за определенные периоды времени. В любой момент рынок представляет собой совокупность тех тенденций, которые, возникнув на более ранних периодах, еще оказывают заметное влияние на рынок в данном периоде.

При таком принципе периодизации каждая из рассматриваемых тенденций, как правило, существует в более широких временных рамках, чем отдельный период. Появление новой существенной для рынка тенденции или смена одной из основных тенденций, возникших ранее, означает смену периода. На настоящем периоде развития российского рынка наиболее значимыми являются следующие тенденции:

1. Главная тенденция современного российского рынка ценных бумаг заключается в его стагнации. Она оформилась примерно с середины 1998 г., когда после длительного спекулятивного роста рынка в 1996-1997 гг. и последовавшего за ним периода резкого спада, начавшегося в последнем квартале 1997 г., начал реализовываться сценарий вялотекущей депрессии. С тех пор слабые понижательные и повышательные тренды котировок чередуются с полупериодами от двух недель до двух месяцев. Эти колебания происходят на фоне общей низкой рыночной активности (объемы торгов на организованном рынке упали относительно середины 1997 г. более чем на порядок) при постепенном сворачивании деятельности многих его участников.
2. Одновременно следует отметить, что на фоне резкого снижения с октября 1997 г. оборотов организованного рынка активность неорганизованного рынка снизилась незначительно.
3. С октября 1997 г. наметилась тенденция сокращения портфельных инвестиций нерезидентов на российском рынке ценных бумаг.
4. С августа 1998 г. среди держателей ценных бумаг началось заметное сокращение удельного веса крупных российских банковских групп, вызванное кризисом их ликвидности.
5. С середины 1998 г. в обороте организованной части рынка заметную роль стали играть заказы мелких инвесторов, приобретающих ценные бумаги через фондовые центры.
6. Еще одной тенденцией, проявившейся примерно с начала 1998 г., явилось возрастание в организованной части рынка роли фондовых бирж по сравнению с внебиржевыми элек-

тронными системами.

7. Одновременно наметились изменения в структуре оборота организованного рынка. Начала снижаться доля акций сырьевых отраслей (в 1997 г. лишь акции ТЭК занимали более 80% оборота) и увеличиваться доля предприятий легкой промышленности (особенно производств продуктов питания и бытовой химии). Имевшийся ранее явный перекос рынка в сторону экспортоориентированных отраслей начал частично исправляться за счет отраслей, ориентированных на внутренний рынок.
8. Существенной тенденцией современного российского рынка является также его спонтанное развитие в отсутствие ясных официальных ориентиров, нацеленных на выход из депрессии. Она стала особенно заметной примерно с середины 1997 г., когда в российской прессе появились первые статьи, констатирующие отход органов федеральной исполнительной власти от политики, сформулированной в Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008. Тенденция проявляется в том, что, с одной стороны, опубликованные в 1997-1998 гг. правительственные программы (включая программу антикризисных мер правительства С.Кириенко) не содержат четкой стратегии развития рынка ценных бумаг. С другой стороны, меры, предпринимаемые и планируемые органами, регулирующими рынок ценных бумаг на федеральном уровне, не выходят за рамки политики, которая уже продемонстрировала свою неспособность противостоять кризису.
9. Еще одной тенденцией является рост качественных различий рынков ценных бумаг различных российских регионов. На этапе массовой приватизации и проведения первой серии денежных аукционов региональные рынки ценных бумаг развивались параллельными курсами. Ситуация начала меняться после возникновения специализированных площадок для вторичных торгов, тяготеющих к финансовым центрам. После образования в первой половине 1997 г. региональных отделений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в стране окончательно сформировалась двухуровневая система государственного регулирования рынка. Вследствие этого инвестиционный климат и общее состояние рынков ценных бумаг в различных регионах стали зависеть не только от геоэкономических характеристик этих регионов, но и от актив-

ности регуляторов рынка ценных бумаг регионального уровня.

Как и рынок в целом, рынок ценных бумаг подчиняется законам самоорганизации и саморазвития. Поэтому основные закономерности функционирования такой системы следует рассматривать исключительно в связи с условиями, в которых они проявляются. Кроме этого дополнительный исследовательский интерес представляют собой предпосылки, необходимые для проявления этих закономерностей.

По определению, истинные закономерности действуют объективно, отражая категорию необходимости в появлении соответствующих событий. Однако, зная все факторы, определяющие наступление событий, и внутреннюю связь условий их возникновения, можно воздействовать на эти факторы и формировать нужные условия. По сути, как раз подобные действия являются основой модели регулирования, которая позволяет внутри известных границ подчинить регулируемому субъекту отдельные закономерности, создав условия, при которых в соответствии с определенным естественным законом следует определенное событие. Применительно к государственному регулированию рынка ценных бумаг этот подход позволяет разработать общую стратегию трансформации рынка в нужном для российского общества направлении.

1. Основной закономерностью современного российского рынка ценных бумаг является его изолированность от реального сектора экономики. Она проявляется, прежде всего, в том, что с 1997 г. исчезла заметная корреляция между эффективностью экономической деятельности компаний и движением котировок эмитированных ими ценных бумаг. Если в 1996 г. данный коэффициент еще составлял 0,46, то в 1997 г. он опустился до 0,02<sup>11</sup>. Основной предпосылкой этого является общий отрыв финансового капитала в России от производственного и формирование рынка ценных бумаг как в узком смысле финансового рынка, обслуживающего потребности финансовых спекулянтов. Сложившиеся условия характерны тем, что отечественный рынок ценных бумаг не воспринимается в качестве механизма привлечения финансовых ресурсов и мобилизации капитала даже самими эмитентами. Те эмитенты, которые действительно планируют привлечь инвестиции с помощью инструментов рынка ценных бумаг, выходят напрямую на мировой рынок, размещая там еврооблигации и депозитарные расписки. На внутреннем рынке новые эмиссии, организованные с целью привлечения новых инвестиций, единичны. Объ-

---

<sup>11</sup> Евстигнеев В. Российский фондовый рынок и мировая экономика//Politekonom. – 1998 – № 2 – С. 47.

емы мобилизованных таким образом средств ничтожно малы по сравнению с объемами спекулятивных операций.

Основные условия формирования изолированного от экономики рынка ценных бумаг связаны с кризисным состоянием реального сектора экономики, несовершенной налоговой и правовой системой государства. Однако невозможность воздействовать напрямую на эти условия со стороны государственных органов, занимающихся регулированием рынка ценных бумаг, отнюдь не означает, что регулирующие органы должны занять здесь пассивную позицию. От них зависит создание эффективной системы регулирования рынка, отсутствие которой в России явилось одной из важных предпосылок, позволившей рынку ценных бумаг осуществлять спонтанное развитие в отрыве от реального сектора экономики.

2. Вторая закономерность состоит в том, что отечественный рынок имеет двойной олигополистический характер. С одной стороны (со стороны рыночных инструментов), основную долю организованного рынка занимают ценные бумаги весьма ограниченного числа эмитентов. Например, в январе 1998 г. на акции АО ЛУКОЙЛ приходилось около 40% оборотов рынка, а в феврале 1998 г. совокупный удельный вес ценных бумаг четырех наиболее торгуемых эмитентов достиг 75%. С другой стороны (со стороны участников рынка), большая часть оборота обеспечивается узким кругом субъектов рынка. Например, в 1997 г. почти 90% оборота организованного рынка приходилось на долю 30 крупнейших его участников, а оборот трех крупнейших игроков: Credit Suisse – First Boston, Renaissance Capital и Тройка-Диалог составлял около 54% рынка. В таких условиях негативные события, связанные с отдельными олигополистическими субъектами, способны вызвать панику и кризис. Например, такой кризис был создан, когда Государственная Дума РФ приняла решение об ограничении доли иностранных инвесторов в капитале РАО ЕС России, сделки по ценным бумагам которого на момент принятия этого решения давали около 40% оборота рынка.

Очевидно также, что олигополизм небольшой группы профессиональных участников рынка дает ей возможность легко манипулировать рынком. В некоторых ситуациях даже простое изменение поведения таких участников способно породить панику на рынке, так как основная масса мелких участников торгов в большой степени ориентируется на поведение явных лидеров.

Олигополизм среди профессиональных участников возникает, когда развивающиеся рынки ориентируются на крупных иностранных инвесторов. Последние предпочитают иметь дело исключительно с

крупными посредниками, созданными при участии известных международных инвестиционных институтов. Природа олигополизма среди эмитентов сложнее, так как она проистекает из механизмов обеспечения и поддержания высокой ликвидности рыночных инструментов. Однако можно отметить, что олигополизм эмитентов в большей части характерен для национальных рынков со слабо развитой и излишне централизованной инфраструктурой.

3. Важной закономерностью, которая присуща отечественному рынку практически с самого начала его активного развития, является его сильная зависимость от процессов, проистекающих в мировой финансовой системе. Причем негативные внешние факторы имеют свойство значительно усиливаться на российском рынке. Например, падение российских фондовых индексов, вызванное фондовым кризисом в Юго-Восточной Азии, оказалось в несколько раз глубже, чем в странах, которые послужили причиной кризиса. Так как рынок ценных бумаг тесно связан с общей финансовой системой страны, его неконтролируемость и уязвимость от внешних воздействий становятся факторами, влияющими на национальную экономическую безопасность.

Весьма распространенным является мнение, что эта закономерность имеет предпосылкой глубокую интегрированность отечественного рынка в мировой. В пользу данного мнения приводится наличие таких условий для проявления закономерности, как формальная открытость российского рынка, выражающаяся в относительно высоком удельном весе иностранного капитала в его обороте, наличие возможности оперативного вывода капиталов с рынка нерезидентами и т.п. Однако логика подсказывает, что это не так. Основная предпосылка данной закономерности кроется в самой природе существующего рынка и обуславливается внутренними особенностями его механизма. Именно эти особенности определяют поведенческую стратегию иностранного капитала на российском рынке ценных бумаг и порождают потенциальную угрозу для национальной экономики. В мире существует немалое количество полностью открытых национальных рынков, на которых нерезиденты пользуются теми же правами, что и резиденты. Однако созданные и поддерживаемые регулируемыми органами механизмы внутренней стабилизации таких рынков позволяют значительно смягчать воздействие на них неблагоприятных внешних факторов и в достаточной мере управлять настроениями иностранных инвесторов. В российских условиях неспособность государства защитить свой рынок ценных бумаг от внешних воздействий оказалась главной предпосылкой его высокой уязвимости от внешних атак.

Одно из главных объективных обстоятельств, определяющих

возможный характер системы стабилизации отечественного рынка, заключается в небольших размерах рынка (как в абсолютном, так и в относительном измерении). Суммарная капитализация российского рынка, под которой понимается стоимость всех обращающихся на нем ценных бумаг, исходя из их рыночной оценки, до начала кризиса 1997-1998 гг. находилась на уровне 140-170 млрд. долл.<sup>12</sup>. На тот момент это составляло 30-35% ВВП. Анализ фондовых индексов позволяет сделать вывод, что за время кризиса капитализация снизилась примерно в 6 раз. В большинстве стран с рыночной экономикой капитализация рынка значительно превышает ВВП. Рынок с низкой капитализацией легко подвержен манипуляциям извне. Но одновременно это же обстоятельство позволяет самому государству управлять таким рынком с помощью относительно небольших финансовых ресурсов. Это превращает активное участие государства в построении механизма стабилизации рынка на начальном этапе в ключевое условие создания устойчивого национального рынка ценных бумаг.

Другим важным условием стабилизации рынка является присутствие на нем большого числа внутренних инвесторов (главным образом мелких), ориентированных на долгосрочное вложение своих капиталов. Оно обеспечивается созданием соответствующей инфраструктуры и проведением со стороны государства соответствующей экономической политики (главным образом, в области налогообложения).

4. Последняя существенная закономерность отечественного рынка ценных бумаг вытекает из совместного воздействия первой и второй закономерностей и часто накладывается на действие третьей закономерности. Она состоит в том, что общая динамика котировок российских ценных бумаг зависит не от средне- и долгосрочных процессов в экономике, а от конъюнктурных возмущений самого рынка ценных бумаг. Например, несмотря на продолжающееся ухудшение общих производственных показателей, в 1996-1997 гг. российские фондовые индексы в целом росли. Однако, вопреки утверждениям видных экономистов о том, что кризис в Юго-Восточной Азии не затронул российскую экономику, индексы резко упали.

Так как данная закономерность имеет в определенном смысле производный характер от рассмотренных ранее, то условия ее проявления совпадают с условиями проявления других закономерностей. Поэтому ее негативное воздействие на рынок может быть значительно ослаблено за счет воздействия на эти же условия.

---

<sup>12</sup> Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления//Вопросы экономики. – 1998 – № 9 – С.136.

Однако имеет смысл проанализировать возможный позитивный эффект от проявления этой закономерности в сложившейся на сегодня экономической ситуации. Будучи относительно независимым от других экономических институтов, рынок ценных бумаг может выступить в роли катализатора подъема экономики. Инфраструктура этого рынка более подвижна, чем инфраструктура реального сектора. Для организации успешной работы ее институтов требуется относительно меньшие материальные затраты. Это создает благоприятные условия для инициирования на этом участке делового оживления. Управляя направлением развития деловой активности, можно направить средства, поступающие через активизировавшиеся институты рынка ценных бумаг, в реальную экономику, стимулируя ее тем самым со стороны этого рынка.

Основное противоречие современного отечественного рынка ценных бумаг состоит в наличии двух альтернативных государственных подходов к развитию рынка, вытекающих из двух моделей развития экономики, которые получили название неоамериканской и рейнской<sup>13</sup>. Данные термины в целом соответствуют терминам англосаксонской и романо-германской моделей развития рынка ценных бумаг, активно отстаиваемых с 1996 г. в публичной полемике руководством ФКЦБ России и представителями Центрального банка РФ соответственно. Преимущество используемых в данной монографии терминов заключается лишь в их более точном этимологическом содержании.

Неоамериканский путь показал очень высокую эффективность в рамках проводимой в США политики рейганомики. В отношении рынка ценных бумаг его упрощенная трактовка заключается в максимальном стимулировании торговой деятельности на организованных рынках. При этом биржа становится центральным институтом экономики, фактически управляющим национальным хозяйством. Для России с ее неразвитой биржевой структурой это означает на практике продолжение периода нестабильности в финансовой сфере и депрессии в реальном секторе.

Однако выбор такого пути позволил бы в предельно короткий период времени восстановить инфраструктуру рынка ценных бумаг, пострадавшую во время последнего затяжного кризиса. Независимо от состояния экономики профессиональные участники рынка получили бы возможность в очередной раз заработать на растущем рынке. Полученный ими ранее опыт помог бы им искусно «разогреть» рынок

---

<sup>13</sup> Амбер М. Капитализм против капитализма. – СПб.: Экономическая школа, 1998. – С. 17.

и избежать больших потерь при наступлении нового кризиса. Значительно развившееся за последние годы рестрикционное государственное регулирование рынка дало бы возможность избежать новых крупных скандалов на рынке ценных бумаг и удержать его участников в пределах созданного законодательного поля.

Общеизвестно, что в отношении бизнеса общие моральные подходы неприменимы: активные спекуляции одних членов общества не являются нарушением экономических интересов других членов общества. Как показывает опыт США, целевая ориентация экономики на торговлю отнюдь не означает неизбежного кризиса в реальном секторе. В российском варианте стимулирование спекулятивных тенденций также способно дать определенный положительный эффект: рост капитализации российских предприятий создаст предпосылки для привлечения нового капитала на более выгодных для предприятий условиях. Внедрение американской системы торговли позволит предельно снизить трансакционные издержки и максимально повысить мобильность фондового капитала. Новые кризисы на рынке ценных бумаг, которые при любой модели капитализма неизбежны, в случае выбора неоамериканского пути окажут на реальный сектор потенциально меньшее влияние, так как связь между фондовым и реальным сектором будет минимальной. Наконец, выбор неоамериканского пути облегчается также тем, что органы, регулирующие рынок ценных бумаг, фактически уже внедряют его в России с 1993 г.

В наиболее радикальной форме так называемый рейнский путь развития капитализма принят в качестве экономической стратегии послевоенной Германией и Японией. Он основывается на тесном переплетении крупного финансово-промышленного капитала. Финансово-экономическая роль рынка ценных бумаг в этом случае значительно скромнее, чем в США. Он лишь дополняет кредитный механизм финансирования реального сектора.

Однако не следует недооценивать значения рынка ценных бумаг при следовании рейнским путем развития. Как правило, его критики не учитывают, что в плане упорядочения микроэкономических отношений значение рынка ценных бумаг в рейнской модели даже выше, чем в неоамериканской. Именно с его помощью запускаются механизмы такого распределения полномочий и ответственности среди акционеров, менеджеров и персонала предприятий, которое исключает доминирующее влияние какой-либо одной из этих сторон. А это и является одним из важнейших факторов, обеспечивающих высокую экономическую эффективность и социальную привлекательность рейнской модели. Более глубокая регламентация ответственности неявным образом подразумевает большее количество законодательных



ограничений, которые накладываются в отношении приобретения и продажи ценных бумаг, а также более строгое государственное регулирование многих аспектов внутрикорпоративных отношений. Вследствие этого в рейнской модели рынок ценных бумаг значительно инерционнее, чем в неоамериканской: издержки на трансакции в среднем выше, а торговые обороты (относительно капитализации) ниже. Однако несомненным достоинством этой модели является высокая ориентированность на инвестиции в реальный сектор экономики. В отличие от американской модели сделки по купле/продаже ценных бумаг здесь обычно проводятся либо в целях реструктуризации капитала, либо в целях надлежащего оформления факта привлечения нового капитала. Спекулятивный сектор рынка здесь также имеет место, однако, он не оказывает такого высокого давления на котировки, как в США.

Важным аргументом в пользу выбора рейнской модели развития для российского рынка ценных бумаг является характер существующей в стране структуры акционерного капитала. Одна ее часть сгруппирована в относительно крупные блоки, которые малоликвидны и оказались бы тяжелым балластом в неоамериканской модели рынка. Другая часть акционерного капитала принадлежит членам трудовых коллективов, которые, вероятно, в ближайшие годы не смогут извлечь из нее экономической пользы без помощи государства.

Так как перечисленные выше достоинства и недостатки неоамериканского и рейнского пути весьма разноплановы и трудно сопоставимы, при выборе оптимального для России пути целесообразно использовать исторический подход.

Страны, развивающиеся по рейнской модели, доминируют в большинстве промышленных секторов. Среди первых десяти мировых предприятий в области металлургии, автомобилестроения, кораблестроения, электрической промышленности большинство расположено в странах с рейнской моделью рынка. В области высоких технологий доминируют предприятия США, т.е. неоамериканская модель<sup>14</sup>. Отсюда можно сделать вывод, что рейнская модель более ориентирована на обслуживание индустриального сектора экономики, а неоамериканская – на отрасли высоких технологий. Поэтому, исходя из существующих пропорций народного хозяйства России, на настоящем этапе развития целесообразно было бы использовать рейнскую модель развития рынка. По мере восстановления производства и укрепления внутреннего рынка внутри этой модели следовало бы начать разви-

---

<sup>14</sup> Амбер М. Капитализм против капитализма. – СПб.: Экономическая школа, 1998. – С. 82.

вать наиболее экономически приемлемые элементы неоамериканской модели.

Однако и рейнская модель не может быть сегодня использована в России в чистом виде, так как экономические условия в странах, в которых она ранее формировалась, существенно отличаются от российских. Поэтому требуется определенная модификация этой модели, которая будет рассмотрена в данной монографии ниже. При этом ссылки на саму модель в очевидных случаях приводиться не будут.

### **Теоретическая основа и исторический опыт государственного регулирования рынка ценных бумаг**

Необходимость специального государственного регулирования рынка ценных бумаг была впервые осознана мировой цивилизацией к концу прошлого века. Тогда же при министерствах финансов стран с наиболее развитыми рынками (в том числе и в России) начали создаваться специальные подразделения (департаменты) по контролю над рынком ценных бумаг. В первой трети двадцатого века они стали преобразовываться в обособленные структуры государственной власти.

Предпосылкой существенного роста внимания государства к вопросам, касающимся рынка ценных бумаг, стало бурное развитие корпоративных отношений и укрепление экономических позиций среднего класса. Крупные промышленники и банкиры стали испытывать дефицит средств на осуществление масштабных проектов, которыми была богата эпоха промышленных революций. Рынок ценных бумаг позволял им получать эти средства путем мобилизации накоплений среднего класса. В результате среди владельцев акционерного капитала начал быстро расти слой мелких инвесторов, не обладающих навыками и возможностями контроля над крупным капиталом, концентрирующимся в корпорациях. Ажиотажные настроения в этой среде привели к возникновению на рубеже XIX-XX вв. серии финансовых скандалов, ряд из которых, в конечном счете, окончились глубокими экономическими кризисами. Как следствие, государственные власти в большинстве развитых стран пришли к выводу, что поддержание экономической и политической стабильности в обществе неразрывно связано с созданием механизмов защиты прав инвесторов.

С тех пор система государственного регулирования рынка ценных бумаг находится в постоянном развитии. По мере того, как участники рынка разрабатывают новые, более сложные фондовые инструменты, а также более эффективные стратегии своего поведения на рынке, увеличивается потребность в использовании новой, более эф-

фективной технологии государственного надзора и регулирования их деятельности. По мере возрастания комплексности биржевого рынка и внебиржевых сделок на национальных уровнях, а также взаимной интеграции и глобализации национальных рынков растут требования к контролю уровня безопасности и риска.

Хотя минимальные стандарты по надзору и защите инвесторов в сфере операций с ценными бумагами даже в таких странах с открытыми национальными рынками как Великобритания, Франция, США, Япония и Германия различны, в них можно заметить нечто общее. Например, совокупность всех регулятивных мер может быть сведена к двум основным подходам в государственном регулировании: рестрикционному и стимулирующему.

Рестрикционное государственное регулирование рынка ценных бумаг можно определить как систему взаимосвязанных методов, направленных на упорядочение процесса заключения сделок, на основе обязательных правил и требований, несоблюдение которых влечет установленные меры ответственности.

Стимулирующее государственное регулирование включает в себя методы, направленные на активизацию определенных процессов. Например, просветительская деятельность среди населения по вопросам фондового рынка способствует росту доверия к рынку и создает предпосылки для увеличения потока инвестиций в экономику.

Отношение к этим подходам в альтернативных моделях развития рынка (неоамериканской и рейнской) весьма различно. Наиболее развитой в мире национальной системой регулирования рынка ценных бумаг считается североамериканская (США), которая является производной от неоамериканской модели развития рынка и основывается, главным образом, на рестрикционном подходе к государственному регулированию. В структурном плане принципиальная особенность этой системы заключается в опоре на самоорганизацию рынка. При этом органы государственного регулирования выполняют весьма ограниченные функции. Равноправным регулирующим звеном в неоамериканской системе являются создаваемые самими профессиональными участниками рынка ценных бумаг органы саморегулирования. Это – частные организации, зарегистрированные в государственных регулирующих органах и самостоятельно осуществляющие надзор над операциями с ценными бумагами, которые проводят члены данных саморегулируемых организаций. В рамках самоконтроля саморегулируемые организации устанавливают собственные правила дисциплинарного взыскания для своих членов, среди которых: вынесение порицания, денежный штраф, требование по возмещению убытков,

причиненных клиенту профессиональным участником рынка, временный запрет на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, приостановка членства в саморегулируемой организации, а также исключение из нее.

Значение американского опыта регулирования рынка в мире очень велико. Концепции, принятые на фондовом рынке США, внимательно рассматриваются при разработке унифицированного международного законодательства (в частности, директив Европейского Союза).

Принято считать, что существующая ныне американская система была создана в 1934 г. с принятием одного из ключевых законов «Нового курса» Ф. Д. Рузвельта – Закона о фондовых биржах. В соответствии с этим законом Конгрессом США была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ) – Securities and Exchange Commission. Она представляет собой орган государственного надзора с ограниченными судебными полномочиями. В задачи КЦББ входит контроль над соблюдением федерального законодательства о ценных бумагах профессиональными участниками рынка, а также разработка правил и инструкций, которые обеспечивают защиту интересов инвесторов, равные условия торговли для всех участников рынка и атмосферу профессионализма на рынках ценных бумаг. Эти функции КЦББ выполняет, главным образом, опираясь на соблюдение участниками рынка требования о полном раскрытии информации об эмитентах и операциях с ценными бумагами. В частности, специалисты КЦББ утверждают регистрационные документы и периодические отчеты эмитентов, организуют инспекции и проверки в брокерско-дилерских компаниях и других учреждениях фондовой сферы, разрабатывают нормы и правила, расследуют нарушения законодательства и преследуют нарушителей.

Однако наряду с перечисленными выше рестрикционными полномочиями КЦББ со временем она стала выполнять и определенные стимулирующие функции.

Например, в 1979 г. при КЦББ было создано Управление по политике в области малого бизнеса. Перед новым подразделением были поставлены задачи контролировать законодательные инициативы в области малого бизнеса, анализировать и обсуждать влияние предложений об изменении правил, разработанных КЦББ, на малые компании, выпускающие акции, служить связующим звеном в работе соответствующих комитетов Конгресса, правительственных учреждений и других органов, связанных с малым бизнесом. Таким образом, перед данным управлением были поставлены задачи способствовать эффек-

тивному внедрению инструментов рынка ценных бумаг в практику финансирования малого бизнеса. Результатом работы управления явилось то, что КЦББ одобрила ряд важных мер, направленных на содействие в мобилизации капитала для малого бизнеса. Принятые Комиссией постановления были нацелены на упрощение регулирования малых предприятий, а также на предоставление им возможности воспользоваться некоторыми льготами в получении необходимого капитала. КЦББ предприняла ряд шагов, направленных на упрощение процесса эмиссии ценных бумаг малыми предприятиями, и сделала для них процедуру представления периодических отчетов более дешевой и эффективной.

Другим примером стимулирующего государственного воздействия со стороны КЦББ является создание специального Отдела консультативной помощи инвесторам. Основная работа специалистов этого отдела состоит в проведении анализа жалоб инвесторов и проведении разъяснительной работы среди них. В частности, в рамках такой помощи инвесторам оказываются следующие услуги:

1. Действует бесплатная круглосуточная информационная телефонная линия для инвесторов, по которой можно получить сведения о быстро развивающихся рыночных событиях.
2. Периодически выходит специальный печатный бюллетень КЦББ.
3. Регулярно выпускаются брошюры типа: «Инвестируй разумно», «Что должен знать каждый инвестор», «Как избежать “пирамид” и “понзи”»<sup>15</sup> и т.д.
4. С инвесторами в различных городах проводятся регулярные встречи и семинары, которые собирают в одной аудитории до 1000 человек.
5. С сентября 1995 г. открыт электронный сайт КЦББ в компьютерной сети Интернет. Он позволяет получить доступ ко всем регистрационным документам компаний, нормативной базе, бюллетеням комиссии, брошюрам для инвесторов, текстам официальных выступлений членов КЦББ.

---

<sup>15</sup> *Примечание:* В отличие от России, в которой обычно используется обобщающий термин «финансовые пирамиды», в США принято разделять «пирамиды» – фирмы, каждый инвестор в которых с помощью материальных стимулов принуждается к тому, чтобы вовлекать в процесс новых инвесторов; «понзи» – псевдопроизводственные фирмы, занимающиеся привлечением средств инвесторов на особо выгодных для последних условиях и вынуждающие инвесторов многократно продлевать инвестиционные соглашения вплоть до своего краха и т.д.

6. КЦББ ведет борьбу за использование простого и понятного для инвесторов языка в публикуемых документах компаний, так как часто неподготовленные инвесторы не могут разобраться в такого рода документах. Комиссией разработаны и опубликованы рекомендации, проводятся специальные занятия для тех, кто занимается подготовкой и составлением документов для инвесторов в частных компаниях.

В 1990 г. Конгрессом США был принят новый закон о реформе рынка (так называемый «Закон 1990 года»). Он уполномочил КЦББ предпринимать определенные действия с целью поддержания или восстановления справедливого и упорядоченного функционирования рынка ценных бумаг. Очевидно, что данный закон также содержит элементы стимулирующего подхода к государственному регулированию. Однако практика его применения пока недостаточно обширна для того, чтобы осветить аспект стимулирующего воздействия нового закона на рынок.

В рейнской модели регулирования рынка ценных бумаг государственные патерналистские начала еще более заметны. Причем, как правило, они являются не результатом последних реформ, как в США, а изначально присущи данной модели.

В частности, в законодательстве Германии, которую можно рассматривать как наиболее наглядный пример реализации рейнской модели, неоднократно подчеркивается, что критерием государственного регулирования является степень реализации принципа защиты инвестора.

Полномочия государства в Германии с начала XX в. широко используются в целях приведения системы биржевого дела в соответствие с общественными интересами. Хотя государственный надзор в Германии является, прежде всего, средством контроля, а не управления, известно множество случаев, когда немецкое государство выступало в весьма активной роли, как при защите финансовых интересов акционеров, так и при защите интересов национального корпоративного бизнеса. По характеру эти случаи в значительной степени перекликаются с практикой государственного регулирования в дореволюционной России, подробно рассмотренной ниже.

Справедливости ради, необходимо отметить, что и в отношении рестрикционного регулирования немецкое законодательство в целом строже американского. Например, в документы, регламентирующие порядок государственного надзора над маклерами входят положения об ограничении и перепроверке обязательств маклеров перед клиентами. Причем надзору подлежат как биржевые, так и внебиржевые

сделки маклеров.

Показательной в этом качестве является история принятия в начале 90-х гг. немецкого законодательства, противодействующего инсайдерской торговле, которое являлось одним из условий вхождения Германии в ЕС. Понятие инсайда не характерно для немецкого континентального права, поэтому ранее эти же самые отношения регулировались на основе общего уголовного права Германии, в котором аналогичные действия квалифицируются как мошенничество. Практика показывала, что существовавшая ранее система действовала достаточно эффективно, однако под давлением извне в Германии было создано специальное мощное законодательство по американскому образцу. После принятия нового законодательства многие авторитетные эксперты отметили его определенную неадекватность имеющимся проблемам, часто используя такую метафору, как «стрельба из пушки по воробьям». Сегодня в отношении инсайдеров германское законодательство идет гораздо дальше американского. Запрет на торговлю с использованием инсайдерской информации налагается не только на первичных инсайдеров (лиц, имеющих доступ к такой информации), но и на вторичных (которые получили эту информацию от других людей).

Дореволюционной России, несомненно, принадлежит ряд международных приоритетов в создании системы регулирования рынка ценных бумаг. В 1845 г. Россия первой в истории капитализма ввела у себя достаточно жесткие нормы ответственности руководителей и членов акционерных обществ за нарушение действующего законодательства. Подделка акций каралась длительным тюремным заключением с конфискацией имущества, открытие незарегистрированного акционерного предприятия – его конфискацией и большим штрафом. В некоторых вопросах российское право полтора века назад было даже более радикально, чем современное право. Например, за нанесение имущественного ущерба руководством компании своему акционерному обществу полагались тюремные сроки до 4-х лет. Отсутствие аналогичного состава в современном законодательстве часто позволяет менеджменту российских предприятий весьма свободно и безнаказанно распоряжаться корпоративным имуществом.

В феврале 1867 г. российским министром финансов были утверждены «Правила о наложении Правительственного штемпеля, а также грифа уполномоченного от Правительства лица на процентные бумаги акционерных и других обществ». Этот документ представляет собой одно из первых в мире положений о государственной регистрации корпоративных эмиссий. В нем конкретизировались основные принципы регулирования, в частности, вводился контроль над коли-

чеством эмитированных ценных бумаг. Однако историческое значение этого документа состоит в другом. Уже в нем проявилось коренное отличие характера государственного регулирования корпоративного рынка ценных бумаг в России от соответствующего порядка в странах с англо-саксонским правом. Штемпель с изображением государственного герба Российской Империи накладывался на ценные бумаги частных обществ в подтверждение того, что оплата процентов и погашение данных бумаг обеспечивается правительством в соответствии с уставами этих обществ. Позднее в обороте появились и негарантированные государством ценные бумаги (без специального гербового штампа). Однако практика обеспечения государственной гарантией негосударственных ценных бумаг сохранилась вплоть до революции 1917 г. Причем в каждом таком случае Министерство финансов принимало специальное решение, которым подтверждалась исключительная важность гарантируемой эмиссии для государства в целом.

В июне 1892 г. были приняты «Правила об ответственности лиц, вводящих в обращение на Санкт-Петербургской бирже ценные бумаги», в которых предусматривалась административно-финансовая ответственность за нарушения, связанные с раскрытием информации. Причем такая ответственность наступала даже без заявления пострадавшей стороны, что устраняло возможность предварительного сговора. Кроме этого за осуществление запрещенных правительством операций с ценными бумагами на виновных налагались большие штрафы. Рецидивы карались лишением права заниматься фондовыми операциями и тюремным заключением. За разглашение служебной информации также полагалась ответственность: от штрафа и увольнения до тюремного заключения.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России было не только рестрикционным. В 1890 г. по инициативе министра финансов С. Ю. Витте при Министерстве финансов под главенством Государственного банка был создан синдикат банков, задачей которого являлась поддержка курсов акций промышленных предприятий в период кризиса начала XX в. Такая практика поддержки государством интересов частного промышленного капитала существовала на то время только в России. Деятельность синдиката оказала заметное оздоровляющее воздействие на национальную экономику. Поэтому практика создания синдикатов, каждый из которых создавался на заранее установленное количество лет, позднее была продолжена. Последний из них просуществовал до 1912 г.

России же принадлежит первенство в разработке другой схемы поддержки особо значимых частных отечественных предприятий. В 1985 г. под государственные гарантии с помощью Особенной канце-



лярии по кредитной части Министерства финансов была реализована схема андеррайтинга облигаций акционерных обществ частных железных дорог через коммерческие банки на установленных государством условиях.

Патерналистское отношение Российского государства к частным инвесторам проявляется во многих правилах того времени. Понимание того, что неискушенный инвестор может легко стать жертвой обмана, составляло стержень государственного регулирования рынка ценных бумаг дореволюционной России. Например, Законом Российской Империи от 8 июня 1893 г. была ограничена возможность проведения сделок с ценными бумагами без участия биржевых маклеров, а учетные книги маклеров были подчинены ревизии Министерства финансов. Министру было предоставлено право увольнять маклеров в случае обнаружения злоупотреблений. Деятельность маклеров должна была обеспечиваться денежными залогами, сделки за свой счет во избежание конфликта интересов им запрещались.

В марте 1898 г. Государственный Совет Российской Империи принял правила, которые можно трактовать, как начало контроля над внебиржевым рынком ценных бумаг при обслуживании частных лиц. Учреждениям, которые принимали в залог или на комиссию ценные бумаги от частных лиц, было предписано завести особые книги для записи этих операций. Министерство финансов получило право прямого контроля над ведением этих документов.

Государство защищало инвесторов также тем, что не разрешало размещения ценных бумаг тех обществ, начальный капитал которых не был подтвержден. Кроме этого не допускались на рынок акционерные общества с капиталом менее 500 тыс. руб. Уставы акционерных обществ утверждал сам император, поэтому они проходили очень тщательную проверку. Необеспеченных выпусков и выпусков с фиктивным капиталом не было.

В российской традиции акции никогда не предназначались для очень мелких инвесторов (этим защищались неимущие, которым повышенный риск вложения в ценные бумаги мог принести сокрушительный ущерб). Наиболее распространенный номинал акций до революции был равен 100 руб. (килограмм хлеба в то время стоил 2-4 копейки). Номинал в 50 руб. считался исключением, а 25-рублевый номинал был зарегистрирован за всю историю только один раз. При этом государством поощрялся выпуск именных ценных бумаг, так как их сложно изъять у владельца незаконным путем. Например, любой владелец государственных облигаций мог беспрепятственно превратить свои облигации на предъявителя в именные. При этом за казен-

ный счет печатался и выдавался новый сертификат, оплачивалась и страховалась пересылка.

Очевидно, дореволюционный российский опыт может и должен быть в полной мере учтен при построении современной системы регулирования рынка ценных бумаг. В него эволюционным путем заложен российский национальный менталитет, проявления которого в отношении инвестирования очень трудно выявить за несколько лет современного рыночного развития. Однако, общая экономическая ситуация по прошествии почти ста лет существенно изменилась, поэтому воссоздание старой системы регулирования в ее прежнем виде не в полной мере отвечает возросшим требованиям к этой системе.

В идейно-историческом плане России гораздо ближе рейнская модель государственного регулирования. Неоамериканская модель с ее опорой на саморегулирование в сегодняшней российской ситуации нежизнеспособна. Как отмечалось современниками еще в начале века, саморегулируемые организации в России неизбежно превращаются в группы, объединенные корпоративными интересами, главной задачей которых является осуществление ходатайств перед властями по различным вопросам ведения бизнеса членов таких групп<sup>16</sup>. В современных условиях этот недостаток усугубляется отсутствием развитой корпоративной культуры и дефицитом средств у профессиональных участников рынка на поддержку эффективной деятельности саморегулируемых организаций.

Однако ни один из известных примеров реализации рейнской модели не может быть перенесен на отечественную почву без необходимого критического анализа и последующей адаптации. Задача по созданию российской национальной системы регулирования рынка ценных бумаг в корне отличается от задач развития аналогичной системы в Германии или Японии на любом этапе. Это отличие состоит в том, что *российское государство, используя как инструмент свою систему регулирования рынка ценных бумаг, должно, прежде всего, создать заново обслуживающий инвестиционный оборот рынок ценных бумаг.*

Ни перед развитыми странами Запада, ни перед дореволюционной Россией такая задача никогда не стояла. В современном германском праве, например, даже отсутствует само определение понятия биржи. Немецкие биржевые структуры развились исторически. Поэтому биржевое право рассматривает феномен биржи как данную реальность.

---

<sup>16</sup> Голицин Ю. Фондовый рынок дореволюционной России. – М.: Деловой экспресс, 1998. – С. 88.

альность.

Стимулирующая функция государства на этапе создания отечественного рынка ценных бумаг явно выходит на первый план. Как показал российский опыт 1993-1996 гг., отставание в развитии от рынка рестрикционной части системы государственного регулирования также опасно, так как ведет к распространению практики мошенничества. Однако, необходимость усиления стимулирующей функции государства объективна. В настоящее время абсолютные размеры российского рынка ценных бумаг настолько малы, что постановка вопроса о возможности выполнения им функций мобилизации и перераспределения капитала просто преждевременна.

В таблице 1 приводятся значения предложенного Р. Голдсмитом коэффициента финансовой взаимозависимости, показывающего сравнительное развитие финансовой системы и рост материального богатства некоторых стран в разные исторические эпохи. Этот коэффициент рассчитывается как отношение совокупных финансовых активов к величине материальных активов за вычетом чистых зарубежных активов страны. Как следует из таблицы, современная Россия занимает по относительным размерам своей финансовой системы место между Древним Римом и средневековой Англией. Поэтому, вопреки распространенному мнению о «гипертрофии спекулятивного финансового рынка», в настоящее время необходимо не сворачивать, а всеми мерами развивать этот рынок, параллельно улучшая его качество и формируя инвестиционную направленность. Узкий неглубокий рынок по определению нестабилен. Он низколиквиден и вследствие этого непривлекателен для инвесторов, которые рискуют в любой момент заморозить на нем свой капитал. Участников рынка может удерживать на нем только расчет на получение спекулятивных сверхдоходов. Вследствие этого задача изменения качественных характеристик рынка оказывается неразрывно связанной с увеличением его объемных параметров – ближайшей задачей, которая стоит сегодня перед государственными регулирующими органами в России.

ТАБЛИЦА 1

КОЭФФИЦИЕНТЫ ФИНАНСОВОЙ ВЗАИМОЗАВИСИМОСТИ<sup>17</sup>

Древний Рим (XIV в. до н.э.)	0,08
Англия (1688 г.)	0,15

<sup>17</sup> Миловидов В. Финансовый рынок и экономика России: размер не имеет значения? // Рынок ценных бумаг. – 1999 – № 4 – С. 10.

Германия (1850 г)	0,18
Япония (1885 г.)	0,30
США (1994 г.)	1,9
Россия (1999 г.)	0,05-0,1

Экономическая теория не содержит готовых рецептов для ускоренного построения эффективного рынка с такого низкого уровня, которым характеризуется сегодня рынок России. Относительно успешный опыт построения национальных рынков в ряде небольших постсоциалистических стран не может быть повторен в России в силу уникальности ее геополитических характеристик. Поэтому определение оптимальной стратегии построения отечественного рынка представляет собой самостоятельную научную проблему.

В настоящее время стало очевидным, что монетаристский подход к регулированию российской экономики оказался несостоятельным. Выбор этой стратегии в начале 90-х гг. основывался на удачном опыте Латинской Америки и некоторых стран Восточной Европы. Однако он оказался неприменим в России в силу не учтенного ранее несходства экономических и геополитических условий. Уровень развития капитализма в стране оказался недостаточным для того, чтобы эффективно применять рекомендации теоретиков чикагской экономической школы.

Сегодня в практических действиях российского правительства и рекомендациях экономистов, разрабатывающих для него стратегию, фактически просматриваются основные элементы общей теории равновесия, активно развивавшейся западными экономическими школами в 20-40 гг. XX столетия. Именно эта теория в свое время позволила на этапе выхода из Великой депрессии выработать экономическую политику «Нового курса» Ф. Д. Рузвельта, а позднее стратегию восстановления экономики послевоенной Германии и Японии. Ее несомненное достоинство, позволяющее рассчитывать на успешное решение российских проблем, состоит в том, что в отличие от других теорий она рассматривает не только процессы стабилизации развивающихся систем, но и отдельно концентрируется на моментах выхода из кризиса. Другим преимуществом перед более современными неоклассическими теориями является ее лучшее соответствие экономическим реалиям сегодняшней России.

Принципиальным моментом общей теории равновесия является необходимость построения специальной антикризисной системы государственного регулирования экономики. Поэтому она применима, главным образом, в тех странах (включая Россию), где существует большой государственный сектор, и где государство способно оказы-

вать значительное влияние на экономику.

Однако среди условий применимости данной теории имеется одно важное обстоятельство, которое пока учитывается не в достаточной мере. Авторы общей теории равновесия практически нигде не рассматривают вопросов рынка ценных бумаг. Они исследуют сложившееся капиталистическое хозяйство, поэтому относительно развитый рынок ценных бумаг предполагается ими уже существующим, созданным в период предыдущего исторического развития экономической системы. В ходе анализа законы развития «производственного капитала» объективно привязываются к промышленности. Оговаривается лишь, что акции являются отражением производственного капитала, который свободно перетекает внутри хозяйственной системы в ходе обращения этих акций.

Общая теория равновесия предполагает наличие системы свободного обращения капитала, в которой спрос на капитал автоматически регулируется процентными ставками на денежном рынке. Иначе говоря, котировки акций должны демонстрировать полную эластичность относительно изменения основных денежных индикаторов. Поэтому рекомендации в данной теории не касаются рынка ценных бумаг и относятся исключительно к кредитно-денежной сферы.

В современной России рассмотренные выше условия отсутствуют. Рынок ценных бумаг как механизм обращения производственного капитала не создан. Изменения фондовых индексов совершенно не коррелируются с кредитными ставками и учетной ставкой Центрального банка. Следовательно, отсутствует сама возможность управлять оборотом капитала с помощью кредитно-денежной макроэкономической политики.

В опубликованных правительственных программах по выходу из кризиса и рекомендациях части известных экономистов это обстоятельство игнорируется. Называя свой подход чисто российским путем, они фактически излагают типично неокейсианские рекомендации, нацеливая их на регулирование кредитно-денежной сферы и игнорируя отсутствие ее дуальной компоненты – рынка капиталов. Чтобы в очередной раз не зайти в тупик, требуется дополнить эти разработки адекватными ситуации рекомендациями, полученными на основе теории развития рынка ценных бумаг.

Историческое наследие мировой экономической мысли не содержит специальных теорий регулирования рынка ценных бумаг. Любая экономическая концепция, претендующая на всеобъемлющий теоретический анализ, так или иначе, включает в себя теорию капитала. При этом рынок капиталов рассматривается как одна из составляю-

щих общей экономической системы. То, что данная составляющая в капиталистических странах была достаточно развита, снимало вопрос о необходимости специальной разработки теории создания рынка. Следовательно, отпадал и вопрос о разработке теории государственного регулирования, ориентированной на создание рынка ценных бумаг.

Так как сегодня России временные ограничения не дают возможности создать отечественный рынок за счет постепенного саморазвития, разработка теории государственного регулирования рынка с целью стимулирования его ускоренного развития становится весьма актуальной. Как показывает анализ экономических учений, для разработки такой теории целесообразно использовать положения общей теории равновесия. Существенное отличие от базовой теории при этом состоит в том, что она должна быть использована применительно к новому объекту – рынку капитала.

Достоинство общей теории равновесия состоит в том, что ее аппарат научного анализа построен с учетом практического решения возникающих проблем. Здесь, в первую очередь, реализуется прагматическая функция экономической теории без какого-либо идеологического контекста.

В основе общей теории равновесия лежат две экономические категории: сбережения и инвестиции. Сбережения представляют собой выведенные из хозяйственного оборота финансовые средства. Прежде всего, к сбережениям относятся денежные средства на руках у населения, которые на сегодня по разным оценкам составляют десятки миллиардов долларов. Кроме этого к специфической форме сбережения российских граждан можно отнести вывезенный за границу капитал, размер которого, по оценкам экспертов, составляет 300-400 млрд. долл.<sup>18</sup>. По сути, этот капитал является прямой потерей для ресурсной базы внутренних инвестиций. Как показали события первого полугодия 1996 г., при благоприятных обстоятельствах эти средства начинают репатриироваться в Россию<sup>19</sup>. Очевидно, что в настоящее время значительная часть бюджетных средств и финансовых средств предприятий, в том числе фондов возмещения, различными путями отвлекается из производственной сферы и, проходя через частные руки, накапливается у населения. Таким образом, создается определенный потенциал финансовых резервов на будущее.

Но накопление сбережений в качестве свободного капитала от-

---

<sup>18</sup> Шмелев Н. Кризис внутри кризиса//Вопросы экономики. – 1998 – № 10 – С. 8.

<sup>19</sup> Смородинская Н. Бегство капиталов как объект международных исследований//Вопросы экономики. – 1997 – № 9 – С. 139.

нюдь не означает само по себе накопление реального капитала или расширение процесса образования основного капитала. Свободный капитал быстро накапливается как раз не при расширении, а при сокращении производства. Во время кризиса и депрессии денежные накопления растут за счет того, что свободные денежные капиталы не находят в это время инвестиционных рынков.

Переход сбережений в форму основного капитала какой-либо отрасли промышленности означает процесс инвестирования. Таким образом, инвестиции являются формой превращения сбережений в основной производительный капитал. Представленная выше структура сбережений, которая сложилась в России, позволяет рассматривать частные инвестиции в качестве главного средства стимулирования экономического роста.

В соответствии с общей теорией равновесия капиталистическая экономика не может быть предоставлена самой себе. В этом случае все большая часть доходов будет превращаться в непроизводительные сбережения, что неизбежно приведет к дефициту эффективного спроса. Сбережения не превращаются в инвестиции автоматически. Стимулировать этот процесс должна целенаправленная экономическая политика государства. *Задача государства в данном случае состоит в том, чтобы создать условия, благоприятствующие существенному росту потока инвестиций.* В соответствии с общей теорией равновесия оптимальный рост экономики достигается при равенстве потока сбережений и потока инвестиций. Как показал анализ процессов выхода из кризиса стран, находившихся в сходных с современной Россией условиях, именно при таком балансе обеспечивалась высокая стабильность экономического роста.

Регулирование государством инвестиций не означает его прямого вторжения в отношения собственности. В соответствии с общей теорией равновесия рекомендуемые меры относительно рынка ценных бумаг можно свести к трем группам:

- встроенные механизмы гибкости (встроенные стабилизаторы);
- автоматически действующие компенсирующие контрмеры;
- управляемая программа развития рынка.

В данном случае основным встроенным стабилизатором является налогообложение. Оно должно быть скорректировано таким образом, чтобы, с одной стороны, поступающие с рынка ценных бумаг инвестиции в реальный сектор не встречали никаких налоговых барьеров, а, с другой стороны, чтобы доходы от этих инвестиций попадали

в сферу льготного налогообложения. В категорию встроенных стабилизаторов попадает также система страхования некоммерческих рисков инвесторов на рынке ценных бумаг.

В группу автоматических компенсирующих контрмер, применяемых на стадии депрессии, входят:

- снижение учетной ставки Центрального банка;
- гарантирование государством выпусков корпоративных ценных бумаг;
- поддержка государством рынка путем направленной скупки ценных бумаг особо важных для экономики частных предприятий на открытом рынке;
- снижение нормативов по создаваемым в коммерческих банках обязательным резервам под обесценивание наиболее ликвидных ценных бумаг;
- увеличение размеров ссуд, предоставляемых государством на развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Управляемая программа развития рынка представляет собой программу бюджетного регулирования рынка, рассчитанную на весь период выхода из кризиса. Такая программа содержит развернутый план мероприятий по развитию рынка с указанием сроков их проведения, ответственных за их реализацию учреждений, этапов и объемов бюджетного финансирования по каждому мероприятию.

Проведем примерный расчет объемов рынка ценных бумаг, которые могут быть достигнуты на основе имеющихся ресурсов.

Поток сбережений в настоящее время определяется, главным образом, объемами вывозимого капитала. По экспертным оценкам, эта величина варьируется от 18 до 30 млрд. долл. в год<sup>20</sup>. В соответствии с теорией размер инвестиций (без учета амортизации и капитализируемой прибыли предприятий) должен быть равным размеру сбережений. При этом долгосрочные кредиты банков можно не принимать в расчет, так как вследствие недостаточной капитализации российской банковской системы в ближайшее десятилетие их доля в общем объеме инвестиций будет незначительной. Поэтому новые ресурсы смогут поступать в экономику либо как прямые, либо как портфельные инвестиции. Предположим, что эти потоки примерно одинаковы. В этом случае первичный рынок корпоративных ценных бумаг в

---

<sup>20</sup> Смородинская Н. Бегство капиталов как объект международных исследований//Вопросы экономики. – 1997 – № 9 – С. 138.



России должен иметь объем 10-15 млрд. долл. в год. В среднем для нормального развития рынка доля первичных размещений, как правило, должна находиться на уровне 10 % от оборотов вторичного рынка. Следовательно, оборот вторичного корпоративного рынка в России должен быть на уровне 100-150 млрд. долл. в год, т.е. увеличен по сравнению с сегодняшним (около 1 млрд. долл.) более чем в 100 раз.

Количественные параметры эффективного рынка, как правило, тесно связаны с его качественными характеристиками. Поэтому важной задачей государственного регулирования рынка ценных бумаг в период его активного стимулирования является поддержание оптимального соотношения между размерами первичного и вторичного рынка. Непропорциональный рост первичного рынка способен повлечь возникновение ажиотажных настроений при размещении новых эмиссий, которые в сложившихся экономических условиях могут не иметь достаточного обеспечения в виде эффективных производственных мощностей. Чрезмерное преобладание вторичного рынка означает спекулятивное перераспределение имеющегося капитала без создания новых производственных мощностей.

### **Особенности регулирования рынка ценных бумаг на региональном уровне**

В соответствии с федеральным законом «О рынке ценных бумаг» в 1996 г. в России сформирована двухуровневая система государственного регулирования рынка ценных бумаг. При этом на нижнем уровне территория страны поделена на 15 регионов, каждый из которых объединяет несколько смежных субъектов Федерации. Уровень и масштабы развития рынков различных регионов не одинаковы. Среди них существенно выделяется Центральный регион, объем рынка которого, по различным экспертным оценкам, составляет от 80 до 90% всего российского рынка. Регулятором рынка на нем является Московское региональное отделение ФКЦБ. Оно решает широкий круг задач, связанных с организацией рынка ценных бумаг и развитием инвестиционных процессов, в которых используются фондовые инструменты. При этом в сферу внимания этого регулятора попадают также вопросы, связанные с контролем над финансово-экономической деятельностью корпоративных предприятий региона, управлением портфелем ценных бумаг г. Москвы, а также корректировкой движения инвестиционных ресурсов в соответствии с приоритетами социально-экономического развития региона.

Региональное отделение не является простой репликацией фе-

дерального органа в меньшем масштабе. Функции регулирующих органов федерального и регионального уровня существенно различаются.

На федеральном уровне решаются вопросы, связанные с разработкой идеологии и нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг, а также осуществляется координация общей государственной политики в области этого рынка. В соответствии с российским законодательством основными функциями Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг являются:

- а) разработка идеологии развития фондового рынка;
  - б) координация деятельности других государственных органов на рынке ценных бумаг (для этого создан специальный орган ФКЦБ – Коллегия);
  - в) разработка правил и стандартов на рынке ценных бумаг, а также требований к профессиональным участникам рынка;
  - г) разработка квалификационных требований для лиц, ведущих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг;
  - д) контроль над процессом раскрытия информации об эмитентах, сделках и профессиональных участниках рынка;
  - е) лицензирование различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
  - ж) контроль над деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, создаваемых ими организаций, а также эмитентов по вопросам эмиссии ценных бумаг;
- з) осуществление регистрации эмиссий.

Четыре последние функции выполняются ФКЦБ лишь относительно ограниченного круга субъектов, которые напрямую отнесены к компетенции федерального органа.

Московское региональное отделение ФКЦБ, наряду с функциями по пунктам д) – з) предыдущего списка, осуществляемыми на территории Центрального региона, выполняет следующие функции:

- а) обеспечивает реализацию общефедеральных проектов и программ ФКЦБ России на территории Центрального региона;
- б) разрабатывает и реализует программы по привлечению инвестиций в экономику Центрального региона с помощью инструментов рынка ценных бумаг;
- в) разрабатывает и реализует региональные проекты развития рынка ценных бумаг и его инфраструктуры;

- г) организует просветительскую работу среди населения по вопросам рынка ценных бумаг;
- д) координирует применение мер по пресечению правонарушений на региональном рынке ценных бумаг;
- е) организует работу по рассмотрению жалоб граждан, связанных с профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг.

Сравнение несовпадающих функций федерального и регионального органов позволяет заключить, что на региональном уровне концентрируется работа с субъектами рынка (включая эмитентов и инвесторов), а также осуществляются государственные программы по поддержке рынка и развитию его инвестиционной направленности.

Практика аналогичного разделения функций между центральными и региональными органами регулирования характерна, в основном, для рейнской модели государственного регулирования рынка. Она довольно широко распространена в других странах мира, имеющих федеральное устройство.

В Германии до начала 90-х гг. XX в. вообще не существовало центрального федерального ведомства биржевого и фондового надзора. За восемь фондовых бирж, существующих в Германии, отвечали восемь различных земельных ведомств надзора. На основе федерального Закона о биржах их деятельность координировало федеральное Министерство финансов. Лишь несколько лет назад в связи с присоединением Восточной Германии и расширением задач по регулированию рынка ценных бумаг был создан федеральный надзорный орган по операциям с ценными бумагами. На этот орган, в частности, было возложено решение широкого круга проблем, связанных с воссозданием инфраструктуры и традиций рынка ценных бумаг в Восточных землях. Дальнейшая централизация регулирования рынка ценных бумаг в Германии была произведена в соответствии с условиями вхождения в ЕС, которые требовали унификации фондового законодательства. С принятием «второго закона о развитии финансового рынка» в августе 1994 г. в Германии была создана Федеральная комиссия по контролю над торговлей ценными бумагами (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel). В настоящее время федеральный регулирующий орган в Германии занимается в основном нормативно-правовой и координирующей деятельностью, а сохранившиеся земельные ведомства биржевого и фондового надзора осуществляют программы развития региональных рынков.

Несмотря на то, что неоамериканская модель регулирования отличается большей централизацией, чем рейнская, традиции проявле-

ния дополнительной заботы государства об интересах инвесторов на региональном уровне сохранились до сих пор. Во многих штатах США местное законодательство о ценных бумагах широко использует принципы, заложенные в рейнской модели регулирования. Например, считается, что для инвестирования в ценные бумаги необходим некоторый деловой опыт, которым большинство частных инвесторов не обладает. Квалифицированное инвестирование требует к тому же регулярного проведения исследований по анализу преимуществ и недостатков предлагаемых акций, которые не могут быть качественно выполнены рядовым инвестором. В рамках этого подхода органы, регулирующие сделки с ценными бумагами, на уровне штатов наделены правом запрещать продажу акций, если они считают такую продажу несправедливой или недобросовестной. Такая система регулирования «на основе качества» нередко встречается и в других странах.

Регионализации отечественного рынка ценных бумаг способствуют особенности государственного устройства России, в силу которых субъекты Российской Федерации наделены широкой хозяйственной компетенцией. Региональные администрации и региональные отделения органов приватизации наряду с другими субъектами активно участвуют в формировании региональных рынков. Поэтому и региональные органы, регулирующие рынок ценных бумаг, также создаются при их участии. Особенность формирования региональных отделений ФКЦБ состоит в том, что они образуются решениями ФКЦБ России по согласованию с органами исполнительной власти субъектов Федерации и действуют на основании положения, утверждаемого ФКЦБ России.

Ввиду того, что на современном этапе развития российского рынка ценных бумаг от органов государственного регулирования требуется решение принципиально новых задач по стимулированию рынка, роль региональных регулирующих органов коренным образом меняется.

Теоретическое обоснование новой роли требует применения специальных подходов к анализу экономических процессов, протекающих на макро- и микроуровнях обращения капитала. В качестве методологической базы для конкретизации роли регионального регулирования могут быть использованы элементы общей экономической теории.

Принято считать, что производительный капитал имеет два контура обращения:

1. На макроэкономическом уровне он имеет вид оборотов и кругооборотов, внутри которых формируется инвестицион-

ный спрос. На этом уровне производительный капитал выступает как особая форма финансово-денежного капитала или основного капитала, и рассматривается в денежных категориях.

2. На микроэкономическом уровне рассматривается трансформация производственных факторов внутри предприятий. В этом случае капитал имеет вид факторного или реального капитала. Агрегирование факторов осуществляется в товарно-денежном обороте и фиксируется в пропорциях спроса и предложения.

Таким образом, макроэкономическое государственное регулирование должно использовать различные методы воздействия на финансово-денежный капитал (кредитно-денежная политика государства, регулирование учетной ставки Центробанка и т.д.). Микроэкономика сохраняет в качестве своего базиса производительный капитал. Поэтому и государственное регулирование на этом уровне должно осуществляться другими средствами, например, путем проведения реформы предприятий, направленной на повышение их восприимчивости к инвестициям.

Очевидно, что в той части, которая касается рынка производительного капитала (т.е. рынка ценных бумаг), вопросы его регулирования замыкаются на те государственные органы, которые непосредственно взаимодействуют с предприятиями, т.е. на региональные регулирующие органы.

Если пользоваться более точными категориями, то органы, регулирующие рынок ценных бумаг на региональном уровне в России, осуществляют свою деятельность не на микро-, а на мезоуровне. Мезоэкономика изучает такие функциональные блоки народного хозяйства, как регионы и крупные отрасли. Принадлежность рассматриваемого здесь предмета регулирования к мезоэкономике легко доказать тем, что региональный рынок капиталов обладает эмерджентными свойствами, которых нет у отдельных входящих в систему микроэкономических элементов – домохозяйств (основных источников капитала) и предприятий (потребителей капитала).

Региональные регулирующие органы, в конечном счете, организуют процесс оборота капитала между его источниками и потребителями. Согласно теории, именно оборот капитала формирует его предельную эффективность. Иначе говоря, чем выше ликвидность рынка ценных бумаг, тем эффективнее он может быть использован для финансирования реального сектора.

Анализ хозяйственной практики последних лет показывает, что

низкая эффективность проводимых в России реформ объясняется, главным образом, отсутствием заметных положительных изменений «снизу» – в хозяйственной деятельности предприятий и других экономических субъектов. Созданная на общегосударственном уровне система регулирования рыночного хозяйства не способна управлять рыночной трансформацией отдельных предприятий. Разрыв в системе управления между макро- и микроуровнями сводит на нет все управляющие воздействия сверху.

Ситуация в системе управления рынком ценных бумаг в общих чертах повторяет общеэкономическую ситуацию. В частности, регулирование рынка с помощью федеральных законов и нормотворческие усилия ФКЦБ не придали ему инвестиционного характера и не спасли его от разрушительного кризиса 1997-1998 гг.

Отсюда следует, что эффективное регулирование рынка не может осуществляться без развитой системы регулирования на уровне экономических регионов, непосредственно взаимодействующей с конкретными субъектами рынка. Поэтому роль регионального регулирования в сегодняшних условиях резко возрастает. Очевидно, что только после отладки конкретных нововведений на региональном рынке, научного анализа и осмысления полученных результатов могут даваться рекомендации по их внедрению в масштабе страны.

## **Часть 2**

### **Роль рынка ценных бумаг в процессе трансформации экономики**

#### **Рынок ценных бумаг и структура собственности корпораций**

Специфика российской массовой приватизации обусловила формирование закрытого для внешних инвесторов капитала российских корпораций. Чисто юридически большинство крупных и средних российских предприятий являются открытыми акционерными обществами. Однако множество ограничений при распределении и продаже акций в ходе приватизации, а также отсутствие рынка по акциям большинства предприятий ведет к тому, что они в большей мере соответствуют статусу закрытых корпораций. Этому способствует также практика создания зависимых от эмитентов фирм-регистраторов, с помощью которых контролируется вторичное перераспределение соб-

ственности. Поэтому динамика такого перераспределения (см. табл. 2) не демонстрирует явной тенденции к повышению открытости капитала.

ТАБЛИЦА 2

ДИНАМИКА СТРУКТУРЫ ВЛАДЕНИЯ АКЦИЯМИ  
НА ПРИВАТИЗИРОВАННЫХ ПРЕДПРИЯТИЯХ<sup>21</sup>, %

Акционеры	Апрель 1994	Декабрь 1994	Июнь 1995	Июнь 1996
Внутренние, всего	62	60	56	56
Работники	53	49	43	40
Дирекция	9	11	13	16
Внешние, всего	21	27	33	34
Крупные	11	16	22	25
Мелкие	10	11	11	9
Государство	17	13	11	10

Основной тенденцией перераспределения, как видно из таблицы, является дальнейшая концентрация капитала у менеджеров предприятий и крупных внешних акционеров (которые, как правило, также тесно связаны с менеджментом предприятий). При этом наряду с концентрацией капитала менеджмент использует также другие прямые и косвенные, легальные и незаконные способы установления частного контроля над предприятиями. На сегодня борьба за контроль продолжается еще в той или иной форме примерно в 70% приватизированных предприятий. Государство, сохраняющее значительную долю в акционерном капитале многих корпораций, до последнего времени не играло заметной роли в установлении контроля над предприятиями.

Производственный менеджмент, осознавая угрозу перехвата управления со стороны внешних инвесторов, использует различные способы, затрудняющие проникновение их на предприятия. Конфликт интересов выражается в дискриминации прав инвесторов, закрепленных в российском законодательстве. Типичными приемами такой политики являются:

<sup>21</sup> Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций: Сб. науч. тр./Российская академия наук/Энтов Р., Радыгин А. и др. – М.: НЭПП, 1998. – С. 39.

1. «Разводнение» доли акций, принадлежащих внешним инвесторам и государству за счет вторичных эмиссий, размещаемых по закрытой подписке среди инсайдеров.
2. Нарушение порядка выплаты дивидендов. Дивиденды, которые были объявлены и утверждены на собрании акционеров общества, не выплачиваются или принимаются решения общих собраний о выплате только части дивидендов (обычно исключительно работникам предприятий).
3. Акционеры не уведомляются или уведомляются в неустановленные законом сроки о дате проведения собраний акционеров. До них не доводятся повестки дня общих собраний.
4. Не соблюдаются процедурные требования голосования на общих собраниях.
5. Советы директоров не переизбираются на общих собраниях в соответствии с установленными законодательно сроками.
6. Внешние инвесторы под разными предлогами не допускаются в советы директоров.
7. Для внешних инвесторов устанавливаются лимиты на приобретение голосующих акций акционерных обществ.
8. Менеджмент оказывает противодействие независимому аудиту, на котором настаивают внешние акционеры.

Сложившаяся в России структура собственности на средства производства не способствует росту показателей эффективности предприятий. Анализ показывает, что, хотя значительная часть пакетов акций в настоящее время сконцентрирована у крупных держателей, это не является стимулом для долгосрочных инвестиций, связанных с реконструкцией и развитием предприятий. Сложившаяся ситуация представляет собой так называемый «парадокс инсайдеров»: с одной стороны, инсайдеры, контролирующие предприятия, не обладают инвестиционными ресурсами для модернизации производства, с другой стороны, привлечение таких ресурсов от внешних инвесторов угрожает инсайдерам потерей части контроля, на что они в настоящее время не согласны. Например, опросы, проведенные в 1995-1997 гг. Российским центром приватизации, показали, что 2/3 генеральных директоров возражают против продажи большинства акций стороннему инвестору, который бы вложил в предприятие капитал, необходи-



мый для его модернизации и реструктурирования<sup>22</sup>.

На предприятиях, контролируемых инсайдерами, широко развилась практика приватизации прибыли предприятия в пользу небольшого круга инсайдеров. Они предпочитают получать прибыль не за счет дивидендов, выплачиваемых по акциям предприятия, или роста курса его акций, а иными способами. Часто инсайдеры учреждают торгово-посреднические фирмы и, пользуясь своим влиянием на администрацию, обеспечивают заключение договоров, предоставляющих данным фирмам право на реализацию значительной части продукции предприятия. Как правило, посреднические фирмы приобретают у предприятия продукцию по заниженным ценам, близким к себестоимости, а продают по рыночным. Другим распространенным способом изъятия прибыли является намеренное завышение издержек производства за счет того, что предприятия получают сырье и комплектующие также через посредников, учрежденных инсайдерами. Такие посредники приобретают необходимые предприятию ресурсы по рыночным ценам, а продают ему по завышенным ценам. Таким образом, происходит перекачка прибыли предприятия в собственность инсайдеров, владеющих торгово-посредническими фирмами. Кроме этого существует также практика незаконного изъятия средств у предприятий путем передачи в уставный капитал учрежденных инсайдерами фирм имущества контролируемых предприятий по заниженным ценам, путем выдачи таким фирмам кредитов, которые затем не возвращаются, путем предоплаты контрактов, которые не исполняются и т.д.

Борьба с рассмотренными выше экономическими преступлениями исключительно с помощью правоохранительных органов не всегда эффективна, так как инсайдеры непрерывно совершенствуют используемые ими технологии. Неискоренимость такого рода преступлений в настоящее время объясняется наличием объективной причины для их совершения: контролирующие предприятия инсайдеры не ощущают себя их эффективными собственниками. Вследствие этого они предпочитают воспользоваться временной ситуацией, связанной с возможностью контроля, для личного обогащения.

Длительное время в официальной доктрине российского правительства существовал тезис о том, что эффективные собственники возникнут автоматически по мере формирования крупных пакетов акций предприятий. Практика доказала, что данное предположение для России оказалось неверным.

---

<sup>22</sup> Елекоев С., Зондхоф Г., Кролл Х. Реструктуризация промышленных предприятий//Вопросы экономики. – 1997 – № 9 – С. 17.

Экономическая категория собственника представляет собой субъект, обладающий правом собственности, и выступающий в роли владельца, распределителя, пользователя объекта собственности. Эффективный собственник использует свое право собственности, владения и распоряжения для того, чтобы максимально повысить свои возможности, как пользователя объекта собственности.

Владелец пакета акций предприятия в роли эффективного собственника должен быть заинтересован в максимизации своей получаемой и ожидаемой прибыли от этого пакета. При этом первый компонент материализуется в виде дивидендных выплат, а второй – в виде прироста акционерного капитала (рыночной стоимости принадлежащего эффективному собственнику пакета акций).

Происходящая в России концентрация пакетов акций предприятий не сказывается на величине дивидендных выплат или росте акционерного капитала, следовательно, материальных предпосылок для появления эффективного собственника не возникает. Для большинства предприятий характерна нулевая и отрицательная реальная доходность ценных бумаг. Объявленные к выплате в 1997 г. дивиденды за 1996 г. (а реально не выплаченные и к концу первого квартала 1998 г.) составили в среднем по 30 крупнейшим эмитентам российского рынка ценных бумаг 0,5% рыночной стоимости, что ниже среднемировых показателей более чем на порядок<sup>23</sup>. Такая доходность в 100-150 раз ниже доходности инвестирования средств на кредитно-денежном рынке за тот же период времени, следовательно, реальная доходность ценных бумаг по дивидендам превращается в отрицательную величину. Уже за первый год кризиса стоимость акционерного капитала большинства предприятий, акции которых в принципе имеют рыночную стоимость, уменьшилась в среднем в 13 раз. Вследствие этого владельцы акционерного капитала на каждый свой вложенный рубль получили более 92 коп убытка.

Неспособность акционерной собственности приносить своим владельцам прибыль легальным способом порождает у инсайдеров сильнейшую мотивацию для извлечения прибыли в обход законодательства. Поэтому реформирование отношений собственности становится одной из ключевых проблем переживаемого Россией переходного периода. Без ее решения неразрешимыми остаются проблемы привлечения инвестиций, низкой эффективности производства и бегства капиталов из страны.

---

<sup>23</sup> Евстигнеев В. Российский фондовый рынок и мировая экономика//Politekonom. – 1998 – № 2 – С. 45.

Коренным образом изменить структуру собственности на предприятиях с помощью административных мер невозможно. Большинство крупных пакетов закреплено за собственниками вполне легально. К тому же ни передача этих пакетов новым собственникам (в том числе и государству), ни их распыление не приведут к желаемому эффекту – появлению эффективного собственника.

Превратить крупных акционеров – инсайдеров в эффективных собственников можно лишь одним способом: обеспечив возможность мелким собственникам – аутсайдерам стать эффективными собственниками. Запустив механизм реализации равных прав крупных и мелких собственников по распоряжению своей собственностью (возможность купить, продать, заложить свою собственность по стабильной рыночной цене), мы неизбежно придем к механизму равных прав по пользованию собственностью (легализации доходов от деятельности предприятий в приросте акционерного капитала и выплачиваемых акционерам дивидендах). Таким образом, ключом к решению проблемы реформирования отношений собственности на предприятиях является рынок ценных бумаг. *Эффективный собственник акционерного капитала не может существовать без эффективного рынка ценных бумаг.*

Чтобы доказать эту гипотезу, предположим, что эффективный рынок ценных бумаг существует. Предположим также, что на рынке имеется предприятие, которым управляет группа неэффективных собственников – инсайдеров. Так как вследствие неэффективного управления доходы аутсайдеров падают, последние начнут продавать свои мелкие пакеты акций на рынке, чтобы купить более доходные ценные бумаги. В результате увеличившегося предложения акций неэффективного предприятия рыночная цена на них начнет снижаться.

Инсайдеры, столкнувшись с падением стоимости своего имущества в виде принадлежащих им крупных пакетов акций неэффективного предприятия, могут выбрать одну из двух стратегий: либо скупать акции своего предприятия, либо продавать их, пока цена на них не упала еще сильнее.

В первом случае они через некоторое время становятся полными владельцами всего предприятия. Если предприятие после этого так и останется неэффективным, они будут вынуждены закрыть его и начать новый бизнес. Привлекать на предприятие чужие ресурсы и превращать их в свою личную собственность инсайдеры уже не смогут, так как прежние инвесторы уже ушли с предприятия, а новые в неэффективное предприятие инвестировать не станут.

Во втором случае предприятие постепенно перейдет к другой

группе собственников, которые заведомо окажутся более эффективными.

Последний тезис также легко доказать: финансовый капитал вкладывается в предприятие либо для того, чтобы получать прибыль от эксплуатации капитала, либо для того, чтобы устранить конкурента.

Последний частный случай имеет смысл при двух обязательных условиях: во-первых, предприятие приобретается другим крупным инсайдером, во-вторых, данный инсайдер является крупным монополистом. Устранение одного из возможных конкурентов на таком рынке, где на равных конкурируют множество предприятий, не имеет экономического смысла. В этом случае затраты на приобретение и последующее устранение конкурента не влияют на качество конкуренции в целом, следовательно, они оказываются экономически не оправданными. Случаи, когда путем захвата конкурирующего предприятия действует монополист, должны пресекаться государственными антимонопольными органами. Поэтому мы не будем рассматривать с точки зрения действий эффективного собственника вариант приобретения предприятия с целью его последующей ликвидации.

Если же предприятие приобретает другая группа собственников, не занимающая монопольного положения на рынке, то экономический интерес такой группы может выразиться двумя вариантами действий:

1. На предприятии налаживается более эффективный менеджмент, в результате чего экономические показатели предприятия улучшаются. За счет этого создаются условия для роста рыночных котировок акций предприятия. После того как эти котировки вырастут в достаточной степени, группа собственников продаст свою долю акций на открытом рынке, получив прибыль от разности котировок покупки и продажи.
2. На предприятии налаживается эффективный менеджмент, после чего новые собственники начинают регулярно получать доходы от предприятия в виде дивидендов.

Логика приведенных выше рассуждений показывает, что любой вариант поведения новых собственников оказывается экономически оправданным только в том случае, если на предприятии налаживается эффективный менеджмент. Следовательно, любая группа новых собственников должна быть либо более эффективным коллективным собственником, чем предыдущий, либо она неизбежно разорится после нескольких неудачных попыток приобретения предприятий.

При развитии фондового рынке совершенно невозможной явля-

ется ситуация с консервацией неэффективных отношений собственности, которые сегодня имеют место в России. Существующие собственники-инсайдеры автоматически поделятся на две группы:

1. Те инсайдеры, которые смогут повысить эффективность своих предприятий, получают возможность привлечь новые инвестиции и укрепить свое положение на предприятиях. Рынок ценных бумаг таких предприятий будет расти, что создаст условия для роста акционерного капитала. Последнее, в свою очередь, является объективной предпосылкой для расширения кредита таким предприятиям, что позволит им удлинить финансовый рычаг. Поддержка стабильно растущих котировок эмитированных ценных бумаг для предприятий данной группы будет являться залогом их финансового благополучия.
2. Вторая группа инсайдеров предпочтет закрыть капитал своих предприятий, после того как сторонние акционеры продадут на открытом рынке принадлежащие им доли. Благополучие данной группы предприятий будет полностью зависеть от собственных финансовых возможностей контролирующих их инсайдеров. Часть из них, истощив ресурсы учредителей, самоликвидируется, а часть будет приносить учредителям прибыль. Но в любом случае закроется проходящий сегодня через эти предприятия канал частного перераспределения внешних ресурсов (включая бюджетные).

На эффективном рынке ценных бумаг каждое акционерное общество, акции которого обращаются на рынке, заинтересовано в проведении такой дивидендной политики, которая привлекательна для аутсайдеров. Регулярно выплачиваемые предприятием дивиденды создают стимул для увеличения спроса на акции данного предприятия. Увеличение спроса ведет к повышению рыночных котировок. Следовательно, стоимость акционерного капитала такого предприятия начинает увеличиваться не только за счет капитализации части прибыли, но и за счет самостоятельного роста рыночной капитализации предприятия. Это дает возможность инсайдерам размещать новые эмиссии ценных бумаг предприятия по более высокой цене, получая за счет этого дополнительную прибыль, не связанную с реализацией продукции и услуг предприятия. Именно получение такой прибыли (ее принято называть «учредительской» прибылью) является бесконфликтным экономическим стимулом для инсайдеров в проведении привлекательной дивидендной политики.

Таким образом, при наличии развитого рынка ценных бумаг

создаются экономические предпосылки для повышения эффективности акционерной собственности. Как крупные, так и мелкие акционеры получают возможность для легального увеличения своего капитала и получения дивидендных доходов. Нелегальные способы извлечения прибыли инсайдерами в ущерб остальным владельцам капитала оказываются, в конечном счете, экономически не оправданными. Рынок ценных бумаг при этом выступает в качестве самостоятельного инструмента, который позволяет гармонизировать отношения собственности, повысить эффективность экономики и устранить кризисную ситуацию. С другой стороны, отсутствие эффективного рынка ведет к консервации существующих неоптимальных отношений собственности, невозможности появления на предприятиях эффективного собственника и безрезультатности очередных попыток выхода из общего экономического кризиса. Иначе говоря, *в условиях переходной экономики рынок ценных бумаг является не только производным от сложившихся отношений собственности, но и одним из важных инструментов трансформации этих отношений собственности.*

Поэтому наиболее оптимальной экономической стратегией государства, направленной на трансформацию производственных предприятий с целью повышения их эффективности, в настоящее время является ускоренное создание эффективного рынка ценных бумаг.

Сложившаяся в России неоптимальная структура корпоративного капитала препятствует эффективному использованию попадающих на предприятия ресурсов. Вследствие этого ресурсы, направляемые государством непосредственно на поддержку реальной экономики, приватизируются инсайдерами, контролирующими финансовые потоки предприятий, и вывозятся из страны. Предотвратить эти процессы может лишь срочное переключение основного внимания государства на создание механизма, обеспечивающего трансформацию структуры капитала и использование направляемых в реальное производство ресурсов по своему прямому назначению. Основой такого механизма является рынок ценных бумаг.

## **Проблема привлечения инвестиций в реальный сектор экономики**

В годы массовой приватизации в России акции приватизированных предприятий реализовывались на чековых аукционах по ценам, за базу которых была выбрана балансовая стоимость активов предприятий на начало 1991 г. В течение примерно 2-х лет государство выставило на продажу акции более 16 тыс. средних и крупных государст-

венных предприятий. Однако адекватного денежного спроса на такой большой объем предложения фондовых ценностей в то время в России не было. Вследствие дефицита денежных средств, возникшего за счет проведения правительством жесткой монетаристской политики, предложение многократно превысило спрос, поэтому рыночные цены на акции в этот период оказались очень низкими.

В начальный период развития вторичного рынка ценных бумаг наибольшим спросом пользовались акции нефтедобывающих предприятий. Их высокая привлекательность объяснялась экспортными возможностями предприятий и тем, что информация о разведанных запасах позволяла с достаточной точностью оценить производственный потенциал сырьевых предприятий. Однако даже эти акции в 1994 г. были очень дешевы. Средняя цена акции нефтедобывающих предприятий в мире оценивается, исходя из ориентира 2-3 долл. за баррель разведанных запасов. В России же аналогичные акции можно было купить из расчета 2-3 цента за баррель<sup>24</sup>.

К концу периода приватизации на российском рынке в относительно больших объемах появились деньги нерезидентов, формирующих в своих портфелях специальные отделения для «экзотических» русских бумаг. Отечественные финансово-банковские группы также к тому времени сумели накопить некоторые средства за счет присвоения инфляционных ценовых надбавок. Эти условия в совокупности с сильной недооцененностью производственных фондов создали предпосылки, достаточные для быстрого роста рыночной цены на акции. Сформировалась ситуация, благоприятная для зарождения спекулятивного рынка, и такой рынок в 1995-1997 гг. в России не замедлил возникнуть. Два года подряд (1995 и 1996 гг.) российский рынок лидировал в мире по совокупной доходности. Даже к концу 1997 г., несмотря на начавшийся кризис, он немногим отстал от наиболее доходных рынков. Однако условия его развития по-прежнему благоприятствовали проведению исключительно спекулятивных операций. Доходность от операций купли-продажи акций (200-300% годовых) многократно превышала потенциальную доходность, которую мог бы дать мобилизованный на рынке капитал, если бы он был инвестирован в самые рентабельные российские предприятия (20-30% годовых). Поэтому до самого момента своего краха (в 1998 г. российский рынок был признан самым худшим рынком в мире) он так и оставался исключительно спекулятивным рынком.

Неконструктивно было бы утверждать, что исключительно крупные международные спекулянты при участии внутренней ком-

---

<sup>24</sup> Сорос о Соросе. Опережая время. – М.: Инфра-М, 1996. – С. 170.

прадорской буржуазии направили развитие российского рынка ценных бумаг по тупиковому спекулятивному пути. Отечественный рынок ценных бумаг оказался всего лишь одной из многих жертв серьезных ошибок в общей стратегии проведения рыночных реформ в России. В стране были созданы условия, благоприятные для проведения самых смелых спекулятивных операций, и опытные профессионалы не упустили своего шанса этим воспользоваться. Рынок ценных бумаг не мог стать единственным эффективным экономическим механизмом в условиях сформировавшейся в России, по сути, нерыночной среды. В результате существенный урон был нанесен как российской экономике, так и некоторым социальным институтам (в частности, был нанесен удар по доверию населения к фондовому рынку). Нельзя не признать также того, что серьезно пострадал авторитет государства, не сумевшего защитить свое население от финансовых потерь на рынке ценных бумаг.

Анализ ошибок, допущенных при создании отечественного рынка ценных бумаг, позволяет сделать вывод, что при наличии в 1994-1998 гг. в России эффективной системы государственного регулирования рынка понесенные экономические и моральные потери могли бы быть существенно снижены. В эти годы в стране не существовало четкой стратегии на создание рынка, ориентированного на обслуживание инвестиционных запросов реального сектора. Государственное регулирование ориентировалось на максимальное использование сил саморегулирования рынка, абсолютизируя рыночную ориентацию его субъектов. В результате субъекты рынка повели себя действительно по рыночному, начав усиленно расширять наиболее эффективный в сложившихся условиях сектор рынка – спекулятивный. Потенциал самоорганизации рыночных субъектов оказался вполне достаточным для того, чтобы согласованно увеличивать цены перепродаж, пока зарубежными операторами и отечественными финансово-промышленными группами предъявлялся спрос на ценные бумаги приватизированных предприятий.

Инвестиционная направленность рынка ценных бумаг в современных российских условиях является, по сути, «нерыночной тенденцией». Такая тенденция соответствует долгосрочным интересам общества в целом, но противоречит частным экономическим интересам субъектов, которые в ходе своей коммерческой деятельности фактически формируют этот рынок. Извлекать доход от инвестиций в реальное производство гораздо сложнее, чем от инвестиций в финансовый сектор: больше сроки отвлечения денежных средств, ниже уровень отдачи, выше риск полной утраты инвестиций, сложнее контроль над их использованием. В результате издержки на осуществление та-



кого рода инвестиций для участников рынка оказываются гораздо выше, чем стоимость трансакций при проведении финансовых операций. Попытка наращивать объемы инвестиций в реальное производство означает для них снижение уровня получаемых доходов вплоть до возникновения убытков. Ввиду достаточно объективной причины – отсутствия резервов на финансирование пусть и перспективной, но убыточной деятельности – они не могут следовать общественным интересам.

Единственная возможность придать инвестиционную направленность рынку ценных бумаг связана с активным вмешательством государства в процесс его формирования. Однако, методы прямого административного принуждения участников рынка здесь неприменимы. Мировая практика показала, что рынок ценных бумаг не может развиваться под постоянным давлением. Его специфика состоит в необходимости саморазвития за счет свободной конкуренции негосударственных структур. Можно заметить, что эффективный рынок возникает только тогда, когда конкурируют не только профессиональные участники рынка, но также и инвесторы, и эмитенты. Поэтому государство не должно подменять собой рынок. Его роль заключается в эффективном регулировании рыночной стихии. Причем, ввиду отсутствия у рынка ресурсов на поддержку инвестиционной стратегии развития, государство должно активно стимулировать эту стратегию за счет собственных ресурсов. Инвестиционная направленность в развитии рынка ценных бумаг может быть обеспечена лишь при двух обязательных условиях:

- стратегия государственного регулирования рынка строится на активном вмешательстве государства в рыночные процессы;
- государственное регулирование осуществляется, главным образом, стимулирующими, а не рестрикционными методами.

Вообще нет никаких оснований считать, что саморегулирование рынка обеспечивает более эффективное ограничение спекулятивных настроений, чем государственные регулирующие органы, естественно, при наличии работоспособной системы управления рынком. По крайней мере, даже в истории наиболее развитых рыночных стран, где рынки ценных бумаг обладают более развитой культурой и устойчивыми традициями, чем в России, известны многочисленные случаи громких спекулятивных афер, когда отдельные группы участников рынка предпринимали действия, направленные на получение частной выгоды за счет общественных интересов.

Лауреат нобелевской премии по экономике В. Леонтьев в таких случаях отмечал, что «невидимая рука механизма конкуренции ... не в состоянии, однако, поддерживать сбалансированность системы и обеспечивать удовлетворение быстро растущих общественных потребностей без направленного действия и поддержки другой, отчетливо видимой руки – государственного регулирования»<sup>25</sup>.

Главной целью государственного регулирования не должна стать борьба со спекуляциями на рынке ценных бумаг. В большинстве случаев финансовый спекулянт – это не отдельная профессия. В этой роли выступает любой участник рынка, который рассчитывает зафиксировать свою прибыль, продав с выгодой ранее приобретенные ценные бумаги. Механизм рыночных спекуляций способствует выравниванию спроса и предложения. Если цены на бумаги какого-либо эмитента растут, спекулянты активнее фиксируют свою прибыль и продают эти бумаги, тем самым препятствуя чрезмерному повышению цен. Если цены снижаются, спекулянты активнее скупают дешевеющие бумаги (в расчете затем продать их дороже), удерживая тем самым цены от чрезмерного снижения. Таким образом, в обычной обстановке спекулянты способствуют стабилизации рынка и обеспечивают его ликвидность. В обстановке биржевой паники или ажиотажа направления их деятельности противоположны описанным выше. В этих случаях спекулянты являются дестабилизирующим фактором для рынка. Но такой фактор становится существенным для рынка только тогда, когда спекулянты на нем преобладают. Если большая часть ценных бумаг на рынке находится в руках долгосрочных инвесторов, не мотивированных изменением финансового состояния эмитентов всплески активности спекулянтов, как правило, быстро затухают.

Инвесторы обычно не ведут себя подобно спекулянтам, так как они решают на рынке более долгосрочные задачи и не отслеживают всех его колебаний. В роли инвестора на рынке выступает любой его участник, который купил ценные бумаги в расчете на получение от них дохода в отдаленном будущем. Среди них можно выделить категорию стратегических инвесторов, которые покупают ценные бумаги для того, чтобы контролировать предприятие. Вторая категория относительно крупных инвесторов занимается основной деятельностью, не связанной с фондовым рынком. Они формируют из ценных бумаг свои резервы, поэтому предпочитают не продавать их в условиях падающего рынка, чтобы не фиксировать свои убытки. Объективно их позиция также способствует стабилизации рынка. Наконец, третья категория инвесторов в этом виде классификации – мелкие инвесторы.

---

<sup>25</sup> Леонтьев В. Межотраслевая экономика. – М.: Экономика, 1997. – С. 225.

Они владеют небольшими пакетами акций, поэтому вследствие трансакционных издержек им невыгодно их постоянно покупать и продавать. Наличие широкого слоя инвесторов делает рынок более устойчивым к панике и стабильным в росте.

Исходя из классификации участников рынка ценных бумаг на рассмотренные выше категории, можно сформулировать два изначальных принципа стимулирования инвестиционной направленности рынка с помощью государственного регулирования:

- не следует специально запрещать деятельность рыночных спекулянтов, обеспечивающую высокую ликвидность рынка;
- целесообразно использовать различные экономические стимулы для того, чтобы на рынке увеличивалась прослойка инвесторов.

Очевидно, увеличения удельного веса инвесторов на рынке можно добиться двумя путями:

- экстенсивным – за счет расширения круга субъектов, покупающих ценные бумаги;
- интенсивным – за счет стимулирования субъектов на увеличение сроков владения ценными бумагами без их перепродажи.

Однако только лишь с помощью воздействия на инвесторов задача создания рынка ценных бумаг с инвестиционной направленностью не решается. В конечном счете, инвестор часто индифферентен к тому, за счет чего он получает доход: за счет инвестиций в отечественное реальное производство или за счет финансовых спекуляций. Для него основным критерием качества инвестиций является уровень доходности и риска. К тому же существует широкое разнообразие долгосрочных неспекулятивных инвестиций, не связанных с финансированием реального сектора в России, например, покупка облигаций федерального займа, доходы от которых идут на финансирование дефицита государственного бюджета, или приобретение акций предприятий-нерезидентов.

Поэтому основным стержнем политики государственного регулирования рынка, обеспечивающим его направленность на инвестиции в производство, является оказание соответствующего воздействия на эмитентов. В этом направлении должны реализовываться три главных принципа:

- содействие эмитентам в проведении вторичных эмиссий, выручка от размещений которых направляется на модернизацию производства;
- осуществление государственного контроля над использованием мобилизованных эмитентами средств в целях модернизации производства;
- стимулирование эмитентов на проведение взвешенной дивидендной политики, обеспечивающей инвестиционную привлекательность их ценных бумаг для инвесторов.

В результате реализации этих принципов должны возникнуть условия, в которых, с одной стороны, эмитентам стало бы выгодно черпать ресурсы с рынка ценных бумаг, с другой стороны, им стало бы не выгодно переливать полученные с этого рынка средства на финансовый рынок. Такие условия возникают только в том случае, если рынок ценных бумаг обретает черты эффективного рынка. Эффективный рынок не является простым механизмом зарабатывания денег для эмитентов. Он, прежде всего, является механизмом перераспределения капитала от менее эффективных собственников к более эффективным. Инвестированный на эффективном рынке капитал приносит его владельцу доход постольку, поскольку для него находится соответствующее применение. Чем выше показатели оборота капитала, тем выше его доходность. В этом качестве оборот определяет эффективность использования капитала.

Анализ мирового опыта показывает, что для разных моделей рынка предпочтительно различное соотношение обращающихся на нем инструментов. Основой неоамериканской модели рынка являются акции, в рейнской модели основную роль играют облигации, что хорошо видно по данным таблицы 3.

ТАБЛИЦА 3

СТРУКТУРА РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ ПО ОТНОШЕНИЮ К ВВП<sup>26</sup>, %

	США	Велико- британия	Япония	Герма- ния	Франция
Капитализация фондовых рынков акций	117,2	151,0	60,0	28,4	38,5

<sup>26</sup> Миркин Я. М. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С. 35.

Рыночная стоимость облигаций внутренних эмитентов	38,8	67,1	73,7	81,1	57,3
---	------	------	------	------	------

На растущих рынках удельный вес акций возрастает в периоды, когда идет формирование капиталов. Причем вторичный рынок акций наиболее активен тогда, когда происходит интенсивное перераспределение прав собственности, что и имело место в первые годы развития российского рынка. Первичный рынок акций активизируется в периоды, когда появляется большое количество новых предприятий. Такая ситуация в настоящее время характерна для развитых стран, в которых ежегодно возникает и проходит стадию первичного роста множество венчурных предприятий, эксплуатирующих высокие технологии.

На этапе массовой модернизации предприятий возрастает роль долговых инструментов и, прежде всего, корпоративных облигаций. Поэтому даже в странах, идущих по неоамериканскому пути, в настоящее время рынок облигаций растет быстрее рынка акций. Примечательно то, что и в США — стране, характеризующейся максимальной степенью секьюритизации экономики, в настоящее время стоимостный объем новых выпусков облигаций в 1,3 раза превышает соответствующий показатель по акциям.

Эмиссия облигаций по отношению к эмиссии акций имеет следующие преимущества:

1. В отличие от эмиссии акций эмиссия облигаций не несет в себе угрозы «разводнения» голосующих пакетов для имеющих у предприятия собственников. Приобретающие облигации инвесторы не получают право голоса при решении вопросов управления предприятием, поэтому инсайдеры – владельцы предприятия – могут не опасаться потери своего контроля.
2. По оценкам экспертов, в настоящее время минимальный объем новой эмиссии акций эквивалентен примерно 10 млн. долл. Акции эмиссии меньшего размера оказываются в дальнейшем низколиквидными, что отрицательно сказывается на динамике стоимости акционерного капитала. Рекомендуемая сумма предварительных затрат на проведение типовой рекламной кампании составляет около 1 млн. долл. Предварительные расходы такого порядка может себе позволить далеко не каждое российское предприятие. С помощью облигаций можно оперативно разместить небольшие объемы займов, номинированные в рублях, с меньшими издержками.

ми на проведение эмиссии. Поэтому для многих предприятий облигации являются практически единственным доступным инструментом для выхода на рынок ценных бумаг.

3. Выпуск облигаций — более дешевый по сравнению с выпуском акций способ финансирования для эмитентов, поскольку процент по облигациям выплачивается из валовой прибыли (т.е. до налогообложения), а дивиденды по акциям — из чистой прибыли.
4. Инвестиции в облигации носят менее рискованный характер, чем инвестиции в акции: облигации, в отличие от акций, имеют ограниченный срок обращения; владельцы облигаций пользуются преимуществами перед акционерами при реализации имущественных прав. В случае невыплаты процентов по облигациям инвесторы имеют право требовать их через суд. Невыплата дивидендов такого права инвесторам не дает.
5. При проведении облигационного займа с заранее рассчитанными характеристиками, эмитент получает возможность планировать режим обслуживания своей задолженности. Если на рынке предлагается большое количество облигаций разных эмитентов, инвестору также проще планировать свои доходы, выбирая для себя наиболее подходящие инвестиции по срокам возврата, периодичности промежуточных выплат, доходности, инвестиционному рейтингу и т.д.
6. Целевые облигационные займы, выпущенные под определенный проект, позволяют сократить путь инвестиций к непосредственному потребителю. Средства, вырученные от продажи акций, поступают в общий бюджет предприятия и не всегда распределяются в нем на инвестиционные нужды. Облигационные займы обеспечивают прямое поступление средств под проаудированный инвестиционный проект с доказанной рентабельностью. Государственные регулирующие органы получают возможность в ходе проверок эмитентов проверить целевое использование облигационного займа.

Определенные преимущества облигационные займы имеют и перед банковскими кредитами. Так как корпоративные облигации являются более ликвидным финансовым инструментом, чем кредиты, они, как правило, позволяют предприятию привлечь инвестиции для финансирования оборотных средств в качестве предпосылки последующего расширения основного капитала на более льготных условиях по сравнению с кредитами (меньший процент и больший срок погашения).

Очевидно, что привлечение инвестиций в производство путем эмиссии облигаций оказывается наиболее предпочтительным способом для такой сложной экономической ситуации, которая сложилась в России. Успех запуска инвестиционного рынка в России оказывается неразрывно связанным с запуском рынка облигаций. Вследствие этого целью государственных регулирующих органов должна стать пропаганда данного инструмента и стимулирование целевых корпоративных эмиссий. Возникающие при этом проблемы не отличаются от общих проблем, с которыми сталкивается процесс создания системы инвестирования в реальное производство. Поэтому в данной монографии они рассматриваются в общем контексте.

Существует только два существенных момента, которые касаются исключительно облигаций:

1. Развитие негосударственной системы страхования финансовых гарантий. Такая система позволяет эмитенту, застраховавшему риск неисполнения им обязательств по выпущенным облигациям у страховой компании, имеющей более высокий кредитный рейтинг, чем сам эмитент, снизить стоимость заимствований и расширить круг потенциальных заемщиков. При этом экономия на процентных выплатах может существенно превысить величину страховой премии. В качестве страхователя может выступить как отечественная страховая компания, получившая международный кредитный рейтинг, так и зарубежная страховая компания. Последнее обеспечивается либерализацией отечественного рынка страховых услуг для нерезидентов, произошедшей с 1 января 1999 г.

У корпоративных облигаций даже появляется возможность получить за счет гарантий нерезидентов более высокий рейтинг по сравнению с государственными ценными бумагами и вкладами в отечественные коммерческие банки, рейтинг которых не может превышать общий кредитный рейтинг страны. Размер страховой премии в этом случае будет ниже процентных платежей, вывозимых из страны при обслуживании еврооблигационных займов. Доход по таким облигациям будет оставаться внутри страны, улучшая сальдо платежного баланса страны.

2. Развитие системы гарантирования корпоративных займов со стороны государства. Такая система была хорошо развита в дореволюционной России. Она применялась с целью поддержки предприятий, представляющих особое значение для государства (например, железных дорог). Государство может выдавать гарантии двух видов: по погашению основного долга и по выплате минимального купонного процента. Дополнительный (негарантированный) купонный про-

цент устанавливается самим предприятием-эмитентом. Таким образом, риск инвестора расщепляется на две части, одна из которых значительно снижается государством. Это существенно стимулирует эмиссионную активность предприятий путем создания условий для более выгодного размещения гарантированных эмиссий.

Практический опыт по выпуску эмиссий корпоративных облигаций в России пока не велик. В 1998 г. было зарегистрировано 93 выпуска корпоративных облигаций (менее 0,5% от всего числа зарегистрированных эмиссий) общим объемом около 8 млрд. руб. (менее 1,5% от суммарного объема зарегистрированных эмиссий ценных бумаг). Единственным примером гарантированных государством долговых инструментов являются облигации РАО «ВСМ», которые также не оправдали ожидания инвесторов. Поэтому этот опыт нуждается в дополнительном государственном внимании.

Относительно редко используемым в России инструментом являются корпоративные конвертируемые облигации. Такие облигации конвертируются в обыкновенные акции в соответствии с объявленными при их выпуске условиями. Теоретически этот инструмент позволяет инвесторам как воспользоваться эффектом от повышения курсовой стоимости акций эмитента, так и застраховаться от возможного спада их котировок в условиях кризиса. Однако он весьма сложен технологически, поэтому не столь популярен, как простые акции и облигации, и, как правило, применяется эмитентами строго для специальных целей. Например, единственный в российской практике среди приватизированных предприятий выпуск конвертируемых облигаций АО ЛУКОЙЛ позволил эмитенту отсрочить предоставление инвесторам права голоса. По мере повышения прозрачности рынка ценных бумаг в мире происходит снижение популярности конвертируемых облигаций. Доля этих инструментов в общем мировом объеме новых эмиссий уменьшилась с 16—18% в начале 20-х гг. до 4—6% к началу 80-х.

Пока в России слабо используются неэмиссионные долговые инструменты: краткосрочные коммерческие ценные бумаги, товарные и складские расписки, обеспеченные выпущенной продукцией предприятий, и ипотечные ценные бумаги. Их несомненное достоинство состоит в том, что они напрямую связаны с деятельностью предприятий реального сектора, обеспечивая формирование их оборотного капитала. Соотношение объемов рынка коммерческих ценных бумаг и корпоративных облигаций на разных рынках может быть различным. Если в США объем рынка коммерческих ценных бумаг, выпущенных компаниями нефинансового сектора экономики (157,4 млрд. долл. в 1996 г.), более чем в 8 раз уступал объему рынка эмитированных ими



корпоративных облигаций, то в России, учитывая явное предпочтение, которое инвесторы отдавали государственным краткосрочным долговым обязательствам перед долгосрочными, их соотношение в перспективе может оказаться обратным. Как показывает исторический опыт, особенно перспективными в России могут оказаться ипотечные ценные бумаги. В 1908-1914 гг. прирост объемов их выпуска составил 50% прироста всех ценных бумаг в стране<sup>27</sup>.

В целом вся совокупность рассмотренных выше типов ценных бумаг (включая облигации) потенциально обеспечивает российский рынок инвестиций всем необходимым инструментарием. Мировой опыт показывает, что без рынка ценных бумаг инвестиционный механизм реального сектора экономики существовать не может. Инвестиционный «банк развития», теория функционирования которого усиленно разрабатывается российскими экономистами в последние полгода, как правило, представляет собой лишь переходный механизм, позволяющий осуществлять финансирование жизненно важных для страны участков производства в подготовительный период – до того момента, когда в нормальном режиме заработает рынок ценных бумаг. Он выполняет функции своеобразного пускового механизма для запуска мощной самоподдерживающейся системы рынка ценных бумаг, составляющей неотъемлемую часть долгосрочной основы промышленного воспроизводства. Ответственность за «вывод этой системы на расчетную мощность» полностью лежит на системе государственного регулирования рынка, которая на этапе его создания выполняет не столько рестрикционные, сколько стимулирующие функции.

### **Роль рынка ценных бумаг в формировании конкурентной среды**

В условиях, когда рычаги экономической власти исходно сконцентрированы у государства, а большинство предприятий неконкурентоспособно на мировом уровне, переход к рынку целесообразно осуществлять путем направленного создания конкурентной среды во всех отраслях производства за счет экономических и административных рычагов государственного управления. В дальнейшем по мере развития внутренних механизмов конкуренции сфера государственного регулирования должна постепенно сужаться до того предела, который экономически оправдан.

---

<sup>27</sup> Голицин Ю. Фондовый рынок дореволюционной России. – М.: Деловой экспресс, 1998. – С. 54.

С начала периода реформ 90-х гг. такой подход длительное время не находил должного отражения в экономической политике российского правительства. Поэтому в экономических процессах преобладали деструктивные тенденции. Взаимные связи внутри системы народного хозяйства разрушались. Снижалась конкурентоспособность отечественной промышленности и сферы услуг. Вследствие дезинтеграции системы управления возможность использования многих рычагов воздействия государства на экономику оказалась безвозвратно утерянной.

Одной из основных причин, вследствие которой значительная либерализация в экономике не привела к созданию конкурентной среды, явился исходно высокий удельный вес монополий в народном хозяйстве страны. Наследием СССР явилась система промышленного производства, в которой с конца 20-х гг. велась последовательная борьба с «параллелизмом и дублированием». Предприятия создавались как можно более специализированными и укрупненными. Движущую силу конкуренции в СССР заменял жесткий плановый контроль, не позволяющий монополиям экономически реализовать свое монопольное положение: взвинчивать цены, сокращать объем производства, понижать требования к качеству продукции и услуг при сохранении цен и т.д.

Либеральные реформы начала 90-х гг. освободили монополии от государственного контроля. Однако резкий отказ от директивного плана в то время фактически означал утрату прежней движущей силы без замены ее конкуренцией. Это открыло дорогу для реализации предприятиями своего монопольного положения. Идя по пути наименьшего сопротивления, монополисты начали сокращать производство и повышать цены. Согласно основам экономической теории в конкурентной среде участники рынка стремятся к максимизации своей прибыли. Монополии же стремятся к увеличению своих доходов за счет увеличения издержек, что ведет к снижению эффективности производства. Преобладание монопольных тенденций в экономических процессах привело к постепенному снижению темпов развития промышленности, кризису и последующей депрессии. В этих условиях не произошло формирования национального конкурентного рынка как основы единой системы воспроизводства. Из-за общего неконкурентного уровня российская экономика не стала равноправной частью мирового рынка.

Анализ экономических процессов 90-х гг. позволяет сделать вывод, что конкурентную среду в исходно монополистической системе заинтересованы создавать не отдельные предприятия, а лишь государство, если оно является носителем общенациональных интересов. В

последнее время этот тезис в той или иной редакции все чаще звучит с различных трибун. В экономических кругах возникла дискуссия о возможных на данном этапе механизмах воздействия государства на рыночную экономику. К сожалению, в ходе этой дискуссии пока практически не обсуждается возможность использования рынка ценных бумаг в качестве одного из рычагов целенаправленного управления экономическими процессами. Между тем, этот рынок способен послужить весьма эффективным средством создания конкурентной среды в отраслях производства. Управляемость данным процессом может быть обеспечена за счет системы государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Сам по себе эффективный рынок ценных бумаг по сравнению с другими секторами экономики в максимальной степени отвечает критериям совершенной конкуренции. Отличительными чертами такого рынка являются:

- наличие однородной стандартизированной продукции (ценные бумаги в одной эмиссии неотличимы друг от друга);
- развитое информационное обеспечение, равноправный доступ всех участников рынка к информации, высокая скорость распространения информации;
- наличие специальных правил проведения внутренних операций и системы контроля над их соблюдением;
- количество участников рынка настолько велико, что ни один из них в случае обычного хода событий не может повлиять на движение рыночных цен;
- централизованное ведение торгов на каждой торговой площадке;
- относительно низкие расходы на проведение сделок и транспортировку ценных бумаг.

Создав атмосферу совершенной конкуренции на рынке ценных бумаг, можно организовать ее экспансию в другие сектора экономики. Реализация принципов справедливой конкуренции при перераспределении капиталов создает предпосылки для того, чтобы потребители капиталов также не имели друг перед другом нерыночных предпочтений.

Однако развивающиеся рынки ценных бумаг, как правило, страдают существенными ограничениями свободы конкуренции в пользу привилегированных агентов рынка. Такие субъекты связаны либо с крупным международным капиталом, либо с отечественными финан-

сово-промышленными группами, пользующимися поддержкой отдельных властных структур. В первом случае финансовые, а во втором – протекционистские возможности таких субъектов позволяют им навязывать свои монопольные интересы другим участникам рынка. В результате складывается олигополистический рынок, весьма далекий от модели совершенной конкуренции. К сожалению, российский рынок ценных бумаг 1994-1999 гг. не избежал этого этапа.

Создание эффективного рыночного механизма требует обеспечения условий для свободной конкуренции. При этом наличие в экономике эффективной системы перераспределения капитала оказывается не менее важным, чем наличие в необходимых количествах самого капитала. Более того, как показывает мировой опыт, объемы обращающегося в такой системе капитала напрямую зависят от степени ее эффективности, определяемой, прежде всего, уровнем конкуренции.

Существовавшие в 1993-1998 гг. официальные установки на рынке ценных бумаг подвели к принципу экономического невмешательства государства, известному как принцип *laissez faire* (фр., дословно: пусть идет, как идет), который подталкивал регулирующие органы к роли стороннего наблюдателя. Делался расчет на спонтанное саморегулирование, в результате которого должна была возникнуть свободная конкуренция. Однако изначальное монопольное положение отдельных профессиональных участников привело к тому, что отечественный рынок ценных бумаг стал неконкурентным рынком, на котором обычной стала практика манипулирования ценами в интересах инсайдеров.

Такой рынок крайне непривлекателен для инвесторов. По сути, они оказываются в заведомо проигрышном положении относительно инсайдеров и попадают в полную зависимость от проводимой последними политики. Поэтому инвесторы уводят свои средства с рынка. В результате инсайдеры попадают в созданную ими самими ловушку. Без притока новых капиталов от инвесторов они не имеют возможности длительное время продолжать свою игру с манипулированием ценами, и рынок впадает в состояние депрессии. Именно эти факторы послужили основной причиной того, что российский рынок пострадал больше других рынков от мирового финансового кризиса 1997-1998 гг. Отечественный рынок ценных бумаг не стал идеальным конкурентным рынком. Попытка организовать контроль рынка, опираясь на саморегулируемые организации, не оправдала себя вследствие недостаточного развития конкуренции. В результате этого уровень рыночных рисков в России оказался неприемлемым для большинства внутренних и международных инвесторов.

Рядом аналитиков неоднократно высказывалось мнение, что падение привлекательности российского рынка ценных бумаг объясняется высокими политическими рисками, которые не зависят от рыночных факторов. Это мнение несостоятельно хотя бы потому, что российский рынок в прошлом нередко демонстрировал ускоренный рост именно в условиях повышенной политической неопределенности, например, за полгода перед президентскими выборами 1996 г. В целом же можно отметить, что, хотя политические риски в России действительно высоки, однако, вот уже несколько лет они не увеличиваются и поэтому не могут быть главной причиной кризиса 1997-1998 гг.

Как и в экономике в целом, конкурентную среду в исходно монополистической системе российского рынка ценных бумаг заинтересованы создавать не крупнейшие и наиболее влиятельные его участники, а государственные регулирующие органы. Ведущая роль государства в этом процессе вступает в кажущееся противоречие с принципом свободной конкуренции. Однако, если государство не старается подменить собой рынок и конкуренцию, а выступает лишь гарантом «правил игры», рынка и конкуренции, то в этой части оно органически вписывается в рыночные принципы поведения.

Создание конкурентной среды на рынке ценных бумаг является необходимым условием для укрепления принципов справедливой конкуренции на всем внутреннем рынке. Капитальные ресурсы в первоочередном порядке должны получать самые эффективные предприятия, способные быстро адаптироваться к условиям реальной рыночной среды. Процесс модернизации производства начинается с получения финансовых ресурсов под такую модернизацию. Так как у предприятий, ослабленных годами кризиса, в настоящее время необходимых ресурсов нет, их должен предоставить рынок. При отсутствии эффективного рынка ценных бумаг процессы адаптации потенциально конкурентоспособных предприятий к условиям современного рынка окажутся замороженными. Это чревато консервацией неэффективной структуры собственности, снижением стимулов к обновлению менеджмента и эффективному хозяйствованию. *Очевидно, что до тех пор, пока государство не сможет запустить инвестиционные механизмы рынка ценных бумаг, в реальном секторе будут отсутствовать условия для активной конкуренции, а состояние депрессии будет продолжаться.*

Необходимым условием для успешной конкуренции российских производителей на международном уровне является ускоренное развитие национального рынка ценных бумаг. Лишь эффективный рынок создаст необходимые предпосылки для интеграции отечественного

банковского и промышленного капитала в целях формирования крупных финансово-промышленных групп, способных стать конкурентами западным транснациональным корпорациям. Повышение роли крупных корпоративных структур в последнее время стало определяющим фактором конкурентоспособности стран на мировом рынке. Крупные организации создают реальные предпосылки для динамичного промышленного и технологического развития. За счет консолидации средств в финансово-промышленных группах проводятся передовые научные исследования, разрабатываются новые технологические процессы, совершенствуются информационные технологии.

Со своей стороны, государственная поддержка усилий российских финансово-промышленных групп, ориентирующихся на участие в международной конкурентной борьбе, приводит в действие механизм реализации критерия эффективности производственного капитала. Конкуренция продуктов и услуг становится конкуренцией в сфере организации – способности объединять усилия в группе, не нарушая автономии отдельных предприятий. Кооперация и сотрудничество в крупных производственных объединениях дают более весомые стратегические преимущества, чем конкурентная борьба между отдельными входящими в них предприятиями. Интеграция капитала в таких объединениях невозможна без использования инструментов рынка ценных бумаг. Поэтому он становится важнейшим фактором внутриотраслевой и межотраслевой трансформации реального сектора, необходимой для вывода экономики на уровень современных мировых требований.

### **Часть 3**

## **Концепция государственного регулирования рынка ценных бумаг**

### **Реализация государственных интересов на рынке ценных бумаг**

При формулировании государственных интересов на рынке ценных бумаг необходимо исходить из целей и критериев перспективного развития экономики, ее приоритетов на дальнейших стадиях роста, основных факторов социально-экономического развития. Исходя из этого, регулирование рынка должно носить активный характер и быть направлено на формирование благоприятных условий для деятельности экономических субъектов и привлечение инвестиций в ре-

альную экономику.

С точки зрения общей экономической теории, интересы государства на рынке ценных бумаг связаны, прежде всего, с обеспечением стабильности и инвестиционной направленности этого рынка, т.е. должны быть направлены на поддержание динамического баланса между потоками сбережений и инвестиций. Однако в современной ситуации, когда в стране не закончилась рыночная трансформация и углубляется системный и финансовый кризис, государство вынуждено решать на рынке ценных бумаг и дополнительные задачи:

- обеспечивать эффективное управление корпоративной собственностью, оставшейся в руках у государства;
- проводить с помощью института собственности промышленную политику, стимулируя те секторы экономики, которые будут определять ее конкурентоспособность в перспективе.

Рассматривая процесс регулирования рынка ценных бумаг с позиций общих государственных интересов региона, необходимо отметить, что вопросы бюджетно-финансовой эффективности народного хозяйства региона имеют свои особенности. Их можно свести к категории расширенной бюджетной эффективности, в которой помимо стандартных критериев экономической эффективности, следует использовать дополнительные критерии, учитывающие расширение налоговой базы, создание дополнительных рабочих мест, возможность снижения социальных выплат из бюджета в результате осуществления социальных программ предприятий и т.п. На региональном уровне государство несет основную тяжесть социального обеспечения населения. Поэтому необходимо постоянно отслеживать баланс прироста материальных и финансовых активов с теми расходами, которые необходимы для обслуживания социальной сферы. Таким образом, государство как экономический субъект на региональном уровне является несвободным применительно к задачам увеличения валового внутреннего продукта. Бюджетно-финансовые и социальные аспекты тесно переплетаются в проведении общей политики органов государственной власти региона. Соответственно и органы, регулирующие рынок ценных бумаг, при разработке стратегии своей деятельности обязаны руководствоваться как экономическими, так и социальными критериями оценки предполагаемых последствий своих регулирующих мер.

В частности, ими должны приниматься во внимание следующие стратегические интересы государства:

- повышение доходности региональной экономики, включая и прямые поступления в бюджет из прибыли предприятий;
- развитие на этой базе социальной сферы региона;
- увеличение степени свободы людей, в том числе их экономической свободы;
- осуществление приоритетных социально-экономических программ;
- использование промышленного потенциала предприятий региона с целью производства конкурентоспособной продукции, пользующейся спросом на внутреннем и международном рынке;
- активизация научно-технического и инновационного потенциала с целью повышения эффективности экономики;
- развитие потенциала сферы услуг для удовлетворения потребности населения региона;
- обеспечение вывода за пределы густонаселенных территорий объектов, нарушающих экологическую обстановку;
- обеспечение занятости населения, создание новых высокооплачиваемых рабочих мест;
- повышение доходности использования природных ресурсов, а также территории;
- вывоз капитала из Центрального региона на территории других субъектов Российской Федерации с целью снижения затрат на производство товаров и услуг, потребляемых в регионе;
- продвижение промышленной продукции и услуг, производимых предприятиями региона, за его пределы;
- оптимизация баланса ввоза-вывоза продукции и услуг через границы региона.

В результате роль государственного регулирования рынка ценных бумаг на уровне региона существенно возрастает. В деятельности регулирующих органов функционально выделяются следующие блоки:

- идеологическая функция (разработка проектов законодательных и распорядительных документов регионального уровня в сфере рынка ценных бумаг, предотвращение возможного негативного воздействия на рынок ценных бумаг других видов государственного регулирования);



- рестрикционная функция (лицензирование профессиональных участников рынка, аттестация специалистов, контроль над соблюдением законодательства на рынке ценных бумаг, принятие мер по устранению правонарушений и применение санкций к нарушителям);
- стимулирующая функция (концентрация и перераспределение государственных ресурсов на поддержку ускоренного развития инфраструктуры рынка ценных бумаг);
- компенсирующая функция (формирование системы защиты инвесторов от потерь, связанных с недобросовестными действиями на рынке ценных бумаг);
- просветительская функция (создание системы просвещения населения по вопросам рынка ценных бумаг, системы специального образования и повышения квалификации специалистов и менеджеров);
- информационная функция (создание системы раскрытия информации о состоянии рынка ценных бумаг и финансово-экономической деятельности эмитентов).

Эффективность выполнения этих функций должна оцениваться с помощью критериев двух типов:

- технологические (суммарные обороты рынка, стабильность оборотов, суммарная капитализация рынка, стабильность капитализации, количество ликвидных ценных бумаг на рынке, степень монополизации рынка и т.д.);
- социально-экономические (удельный вес доходов от ценных бумаг в совокупном доходе населения, степень равномерности распределения этих доходов среди населения, доля ценных бумаг в сбережениях населения, степень равномерности распределения этой доли среди населения, удельный вес владельцев ценных бумаг среди населения и т.д.).

В настоящее время в силу неразвитости рынка невозможно рассчитать конкретные пороговые значения по каждому из этих критериев, которые могли бы охарактеризовать успешность или неуспешность очередных шагов в проведении политики регулирования. Российский рынок слишком мелок и узок для того, чтобы его можно было объективно оценивать с помощью общепринятых в мире количественных подходов. Все известные критерии оценки рынков в России на один-два порядка ниже среднего для рыночных стран уровня. Поэтому адекватная база для сравнения российского рынка с эффективными рынками развитых стран практически отсутствует.

Вследствие этого на начальном этапе целесообразно ориентироваться на положительную динамику изменения приведенных выше критериев. Таким образом, о степени успешности политики государственного регулирования рынка можно будет судить по скорости изменения этих критериев.

В соответствии с Концепцией развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, утвержденной указом Президента РФ от 1 июля 1996 года № 1008, основными принципами государственной политики на рынке ценных бумаг являются:

1. Принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг, основанный на том, что государство, выполняя универсальную функцию по защите граждан, их законных прав и интересов, осуществляет меры по защите прав участников рынка ценных бумаг на основе лицензирования и регулирования всех видов профессиональной деятельности на этом рынке. Реализация этого принципа должна строиться с учетом необходимости минимизировать возможность проявления конфликта интересов в связи с совмещением функций непосредственного участия в операциях на рынке и регулирования рынка.
2. Принцип единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории Российской Федерации.
3. Принцип минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, который означает, что государство регулирует деятельность субъектов рынка лишь в тех случаях, когда это абсолютно необходимо, и делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным операторам рынка ценных бумаг, организованным в саморегулируемые организации. При реализации этого принципа государство должно исходить из необходимости:
  - минимизировать затраты из федерального бюджета при создании инфраструктуры рынка;
  - отказаться от навязывания централизованных решений при создании инфраструктуры рынка;
  - обеспечить гласность нормотворчества и обязательность участия профессиональных участников рынка в создании его нормативной правовой базы.
4. Принцип равных возможностей, означающий:

- стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников;
- равенство всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование;
- гласное и конкурсное распределение государственной поддержки различных проектов на рынке;
- отсутствие преимуществ у государственных предприятий, функционирующих на рынке, перед коммерческими;
- запрет государственным органам давать публичные оценки профессиональным участникам рынка;
- отказ от государственного регулирования цен на услуги профессиональных участников рынка (кроме компаний – реестродержателей).

Этот принцип означает также следующее:

- в случае необходимости государство может контролировать уровень конкуренции на рынке вплоть до полного его ограничения путем объявления одного из участников рынка монополистом; если государство принимает такое решение, то монополистом может быть объявлено только государственное предприятие;
  - признавая, что различные группы участников рынка ценных бумаг имеют различные стартовые возможности, а также могут обладать преимуществами в результате осуществления ими других видов деятельности, государство может принимать меры по выравниванию возможностей различных групп участников.
5. Принцип преемственности государственной политики на рынке ценных бумаг, означающий последовательность государственной политики и ее приверженность складывающейся российской модели рынка ценных бумаг.
  6. Принцип ориентации на мировой опыт и учета тенденции глобализации финансовых рынков, означающий следование рекомендациям Группы 30 в целях создания цивилизованного и конкурентоспособного рынка ценных бумаг, а также предполагающий разработку взвешенной политики по отношению к иностранным инвесторам и иностранным участникам российского рынка ценных бумаг.

Необходимо отметить, что перечисленные выше общие принципы нуждаются в определенной адаптации к современным российским

условиям. Как показал двухгодичный опыт попыток реализации Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации, игнорирование этого обстоятельства приводит к снижению эффективности государственного регулирования. В частности, целесообразно принять следующие дополнения в трактовке принципов:

1. Принцип государственного регулирования рынка ценных бумаг должен пониматься не только с точки зрения рестрикционного, но и с точки зрения стимулирующего подхода в регулировании.
2. Принцип единства нормативной базы, режима и методов регулирования на всей территории Российской Федерации необходимо использовать с учетом имеющихся на настоящее время особенностей отдельных региональных рынков.
3. Принцип минимизации государственного вмешательства в деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг нужно использовать с учетом того, что правовых и экономических возможностей существующих саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка в России пока недостаточно для эффективного саморегулирования рынка. Поэтому государству следует проводить политику стимулирования создания и развития таких организаций, а не перекладывать на них уже сейчас ответственность за поддержание стабильности и правопорядка на рынке.
4. Принцип равных возможностей, предоставляемых различным субъектам рынка, в части гласного и конкурсного распределения государственной поддержки различных проектов должен подкрепляться раскрытием государственными органами информации о такой поддержке (в публичной критике деятельности ФКЦБ России в 1996-1998 гг. чаще всего отмечается закрытый характер оказания государственной поддержки).
5. Принцип преемственности государственной политики не должен возводиться в абсолюте, так как это ведет к негибкости такой политики при изменении общей экономической ситуации, а также к некритическому отношению регулирующих органов к собственному опыту.

Необходимость коррекции разработанной ранее концепции развития российского рынка ценных бумаг не ограничивается лишь уточнением толкования основных принципов. По сути, теория государственного регулирования отечественного рынка ценных бумаг требует перехода к новой парадигме, основанной на научном прагма-

тизме. Период своеобразного «рыночного романтизма» с его склонностью к концентрации на идейной стороне атрибутов свободного рынка в России закончился. Отдельные существующие элементы общего механизма регулирования рынка ценных бумаг должны быть сведены в единую систему, которая должна быть нацелена на эффективность. В этой системе должны быть оперативно созданы недостающие звенья, обеспечивающие неуклонность соблюдения общегосударственных интересов на внутреннем рынке капиталов.

Целью разработки концепции является формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг, обеспечивающей концентрацию внутренних ресурсов страны в инвестиционном секторе и направление их в наиболее эффективные отрасли реальной экономики. Основные положения концепции формирования системы государственного регулирования рынка ценных бумаг как новой системы взглядов на этот процесс заключаются в следующем:

1. **Основные тенденции развития** российского рынка корпоративных ценных бумаг состоят в его стагнации, выводе с рынка иностранных капиталов, сокращении оборотов организованного рынка, возрастании роли мелких инвесторов. В последние годы рынок развивался спонтанно, в отсутствие четких ориентиров на будущее, задаваемых государственными регулирующими органами. Увеличился разрыв в уровнях развития рынков различных регионов, начали проявляться региональные особенности регулирования рынков.
2. **Существующая практика** государственного регулирования рынка ценных бумаг в России не стимулирует роста его инвестиционной направленности. Отсутствие системности в государственном регулировании рынка обуславливает его низкую эффективность.
3. **Целью государственного воздействия** на рынок должно быть создание условий для значительного притока новых ресурсов и для эффективного перераспределения этих ресурсов среди предприятий, способных за счет повышения эффективности своей работы обеспечить высокие доходы инвесторам.
4. **Приоритетными задачами** государственного регулирования рынка ценных бумаг являются защита прав инвесторов, обеспечение всех участников рынка равнодоступной и достоверной информацией об эмитентах и совершаемых на рынке сделках, повышение инвестиционной привлекательности корпоративного сектора, развитие механизмов внешнего (со

стороны акционеров) контроля над предприятиями и корпоративного управления.

5. **Важнейшими факторами эффективного регулирования** рынка ценных бумаг является отладка взаимодействия органов, регулирующих рынок ценных бумаг, с правоохранительными и налоговыми органами, развитие инвестиционной культуры населения, информатизация, развитие оценочной деятельности и независимого аудита.
6. **Основным методом** государственного воздействия на рынок ценных бумаг является развитие инфраструктуры рынка, направленной на эффективное решение указанных выше приоритетных задач.
7. **Основной формой** государственного регулирования рынка ценных бумаг является создание условий для активного вовлечения средств широкого слоя внутренних инвесторов в инвестиционный процесс и для появления на рынке большого числа высококачественных эмиссий корпоративных ценных бумаг.
8. **Результатом** реализации концепции должно быть решение следующих задач:
  - создание условий для значительного притока на отечественный рынок новых инвестиционных ресурсов, в том числе, возвращения части средств, переведенных за границу;
  - усиление ориентации отечественного рынка ценных бумаг на внутренние источники инвестиций и, прежде всего, на свободные сбережения населения;
  - создание условий для эффективного распределения инвестиционных ресурсов среди предприятий, способных за счет расширения своей производственной деятельности обеспечить доход инвесторам;
  - повышение инвестиционной привлекательности предприятий, оказание государственной поддержки предприятиям в проведении вторичных эмиссий, развитие механизмов внешнего (со стороны акционеров) контроля над предприятиями и корпоративного управления;
  - построение эффективного отечественного рынка ценных бумаг, развитие правовой, информационной, расчетно-клиринговой, депозитарной, торговой и других составляющих инфраструктуры рынка, формирование института уполномоченных дилеров;

- укрепление доверия к рынку ценных бумаг, формирование системы безопасности участников рынка ценных бумаг и защиты прав инвесторов, обеспечение всех участников рынка равнодоступной и достоверной информацией об эмитентах и совершаемых на рынке сделках, повышение правовой и профессиональной культуры всех участников рынка ценных бумаг, а также общей рыночной культуры населения.

## Государственное стимулирование внутренних инвестиций

В публикациях экономистов и правительственных программах последних 10 лет в качестве основных источников инвестиций в российскую экономику чаще всего рассматривались бюджетные средства и капиталы нерезидентов.

На практике вследствие затянувшегося бюджетного кризиса доля государственных инвестиций в производство из года в год постепенно снижалась (рис. 2).

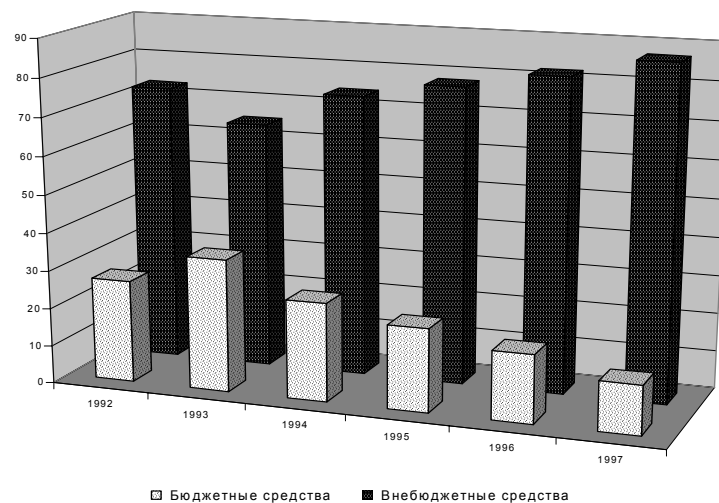


Рис. 2. ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ РОССИЙСКИХ  
ПРЕДПРИЯТИЙ В ПРОЦЕНТАХ К ИТОГУ  
(Источник – Госкомстат России)

Надежда на иностранные инвестиции себя не оправдала. Их поток оказался нестабильным и весьма ограниченным (рис. 3).

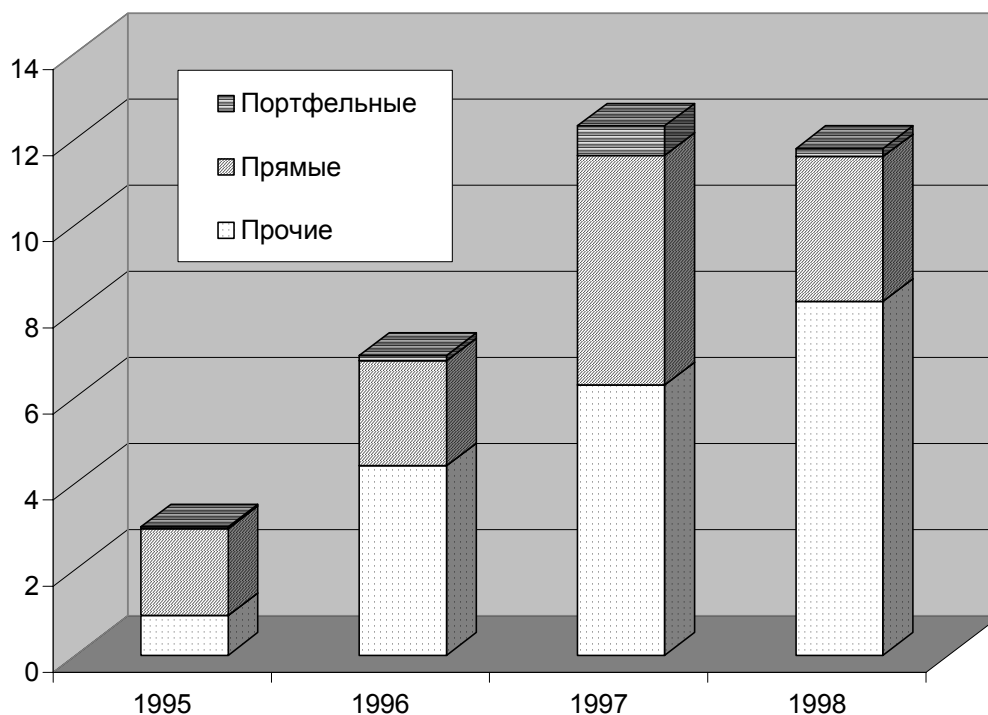


Рис. 3. Иностранные инвестиции в России, млрд. долл. США  
(источник – Госкомстат России)

В 1998 г. резко упали объемы прямых и портфельных иностранных инвестиций. Общий объем этих инвестиций несколько поддержало их увеличение по графе «прочие инвестиции», по которой проходят торговые и банковские кредиты, широко привлекавшиеся из-за рубежа отечественными импортерами и банками в первой половине 1998 г. Так как большинство из них оказались невозвращенными в связи с финансовым кризисом второй половины 1998 г., перспективы привлечения инвестиций по данной графе в настоящее время также резко снизились.

Сложившаяся ситуация с иностранными инвестициями в целом закономерна. История становления рыночной экономики в большинстве стран, опередивших в своем экономическом развитии Россию, показывает, что национальная экономика не может опираться на иностранные инвестиции. Крупные иностранные инвесторы весьма требовательны в отношении различных рыночных рисков, снижение которых в России происходит довольно медленно. Отечественные инвесторы лучше адаптированы к таким рискам. Для изменения настроения этих инвесторов достаточно положительной динамики даже на региональном уровне. Поэтому начала оживления инвестиционной активности при появлении соответствующих условий следует ожидать именно со стороны внутренних инвесторов. Лишь после активизации отечественных инвесторов можно ожидать существенного при-



лива иностранных инвестиций. Крупные иностранные инвесторы при определении инвестиционной политики ведут себя очень осторожно и всегда ориентируются на поведение внутренних инвесторов.

Вследствие этого можно сделать вывод, что взятая с начала 90-х годов ориентация на иностранные инвестиции во многом оказалась ошибочной. Крупные международные институциональные инвесторы по ряду объективных причин так и не пришли на российский рынок. Присутствие иностранного капитала на отечественном рынке ограничилось венчурными и спекулятивными инвестициями. Происходившие вследствие этого в последние годы периодические приливы и отливы зарубежного спекулятивного капитала не способствовали увеличению общего объема портфельных инвестиций. Их присутствие привело лишь к дополнительной дестабилизации отечественного рынка ценных бумаг, что оказало негативное влияние на общую финансовую систему страны. В сложившихся условиях единственным выходом для России является ускоренное развитие внутреннего рынка капитала.

В отличие от внешних инвестиций внутренние инвестиции являются постоянно возобновляемым ресурсом. Если организовать процесс их эффективного обращения в народном хозяйстве, это существенным образом повлияет не только на экономический, но и на социальный климат в России. Практическое решение этой задачи окажет положительное влияние на многие другие кажущиеся сегодня неразрешимыми проблемы: позволит приостановить бегство капиталов и укрепить экономическую базу среднего класса.

Крупнейшим внутренним инвестором в России способно стать население. По данным Госкомитета Российской Федерации по статистике, денежные накопления российского населения на начало 1998 г. превышали 250 млрд. руб. Из них остатки средств на вкладах составляли около 55 % всех накоплений, остатки наличных денег у населения – более 35 % накоплений, причем более 20 % накоплений расходовалось на покупку иностранной валюты (главным образом – долларов США). Общая сумма накоплений населения в ценных бумагах составляла около 8 % (в основном в виде облигаций ОГСЗ и акций приватизированных предприятий, полученных в ходе ваучерной приватизации).

На рис. 4 показано относительное изменение размеров рублевых сбережений населения в постоянных ценах, на рис. 5 – объемы покупки валюты частным сектором в течение последних лет (источник – Госкомстат России).

Задача вовлечения средств населения в инвестиционный оборот отчасти облегчается тем, что характеризуется высокой адресностью.

Во-первых, свободные инвестиции населения неоднородны в региональном отношении. Например, доходы населения Москвы составляют более 20% от денежных доходов всего российского населения. Во-вторых, свободными денежными средствами обладает относительно небольшая по численности прослойка населения. Зарубежные статистические исследования показывают, что, как правило, владелец акций имеет доход, превышающий среднестатистический, высшее образование и престижную профессию. В России на долю 10% наиболее высокооплачиваемых работников приходится более 33% общей суммы средств на заработную плату. Однако, заработная плата, например, в Москве составляет лишь около трети среднестатистических реальных доходов. Основным источником сбережений у жителей столицы составляют доходы от собственности и от предпринимательской деятельности. В целом в 1997 г. на 10 % наиболее состоятельных россиян приходилось более 46,3 % совокупных денежных доходов.

На рис. 6 показано распределение получаемых доходов по квинтильным группам. Можно заметить, что состояние первой группы характеризуется высокой стабильностью. 20% наиболее состоятельного населения из года в год получает более половины всех денежных доходов. В сопоставимых ценах ежегодные доходы этой группы с 1994 г. за пять лет возросли в полтора раза, составив в 1997 г. 60 млрд. руб. Большая часть этих доходов оседала в семейных бюджетах в виде сбережений. На рис. 4 можно проследить, как росли размеры сбережений этой группы, достигшие к началу 1998 г. суммы 130 трлн. руб. (источник – Госкомстат России).

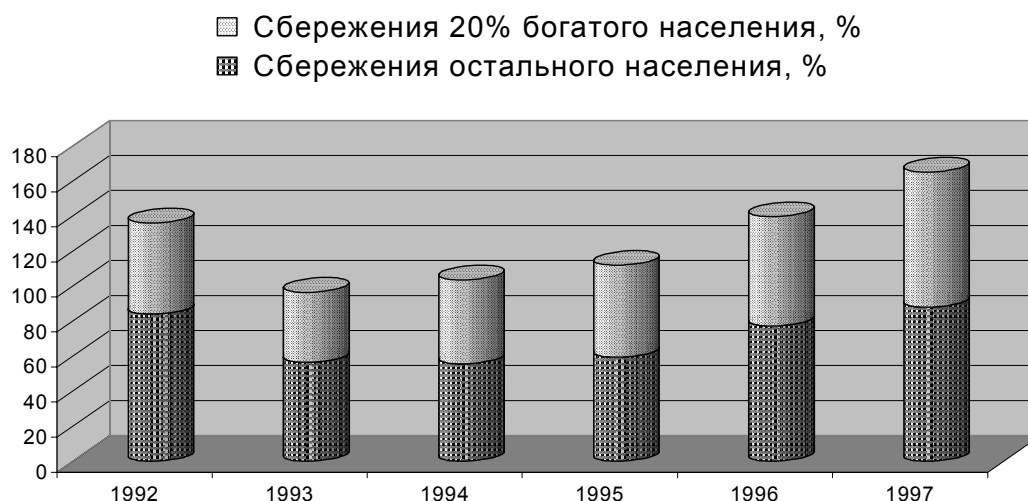


РИС. 4. РУБЛЕВЫЕ СБЕРЕЖЕНИЯ НАСЕЛЕНИЯ В ПОСТОЯННЫХ ЦЕНАХ  
(КОНЕЦ 1991 Г. = 100%)

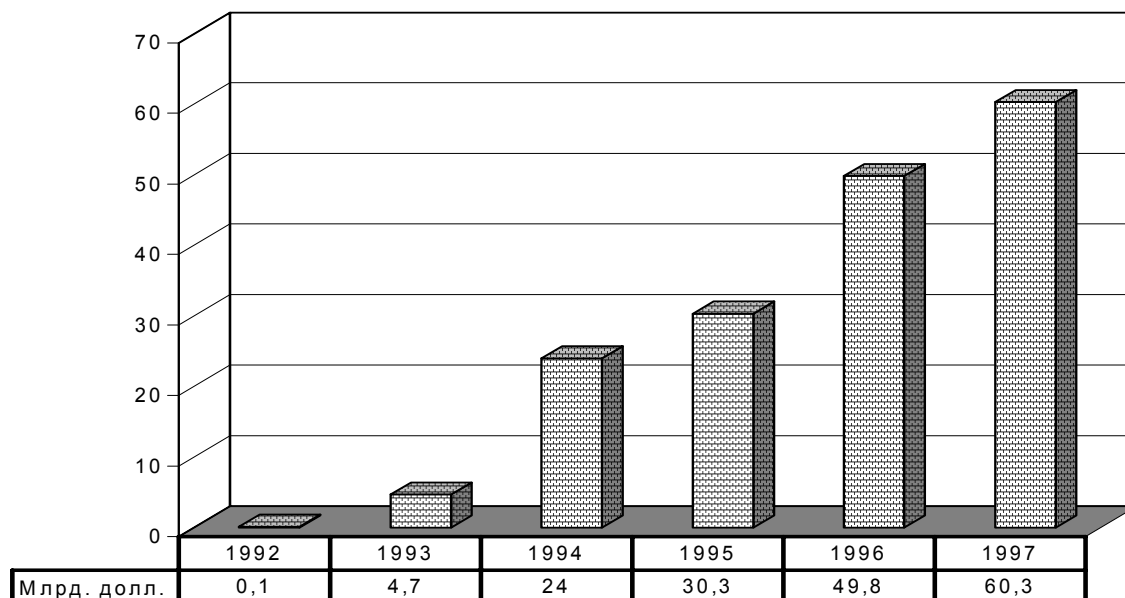


РИС. 5. ПОКУПКА ВАЛЮТЫ ЧАСТНЫМ СЕКТОРОМ

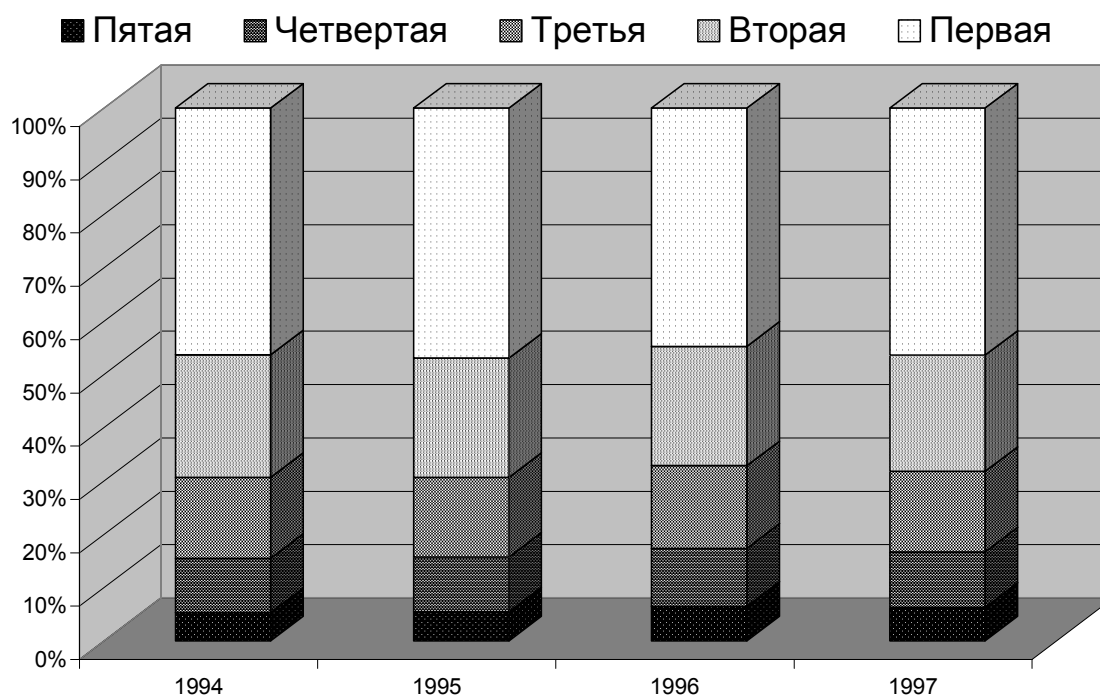


РИС. 6. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ПОЛУЧАЕМЫХ ДОХОДОВ ПО КВИНТИЛЬНЫМ ГРУППАМ

Необходимо отметить, что основная часть валютной массы, размером в 60 млрд. долл., также находится в руках людей, которые не расходуют эти деньги на текущие нужды.

Весьма примечательна динамика структуры сбережений населе-

ния в последние годы, показанная на рис. 7 в процентах к общему среднегодовому объему прироста сбережений (источник – Госкомстат России). Изменение в структуре свидетельствует об общей негативной тенденции к потере доверия как к национальной валюте, так и к номинированным в ней инструментам. В результате существенные эмиссионные доходы получали правительства иностранных государств (главным образом, США и Германии), а экономика России теряла потенциальные инвестиции.

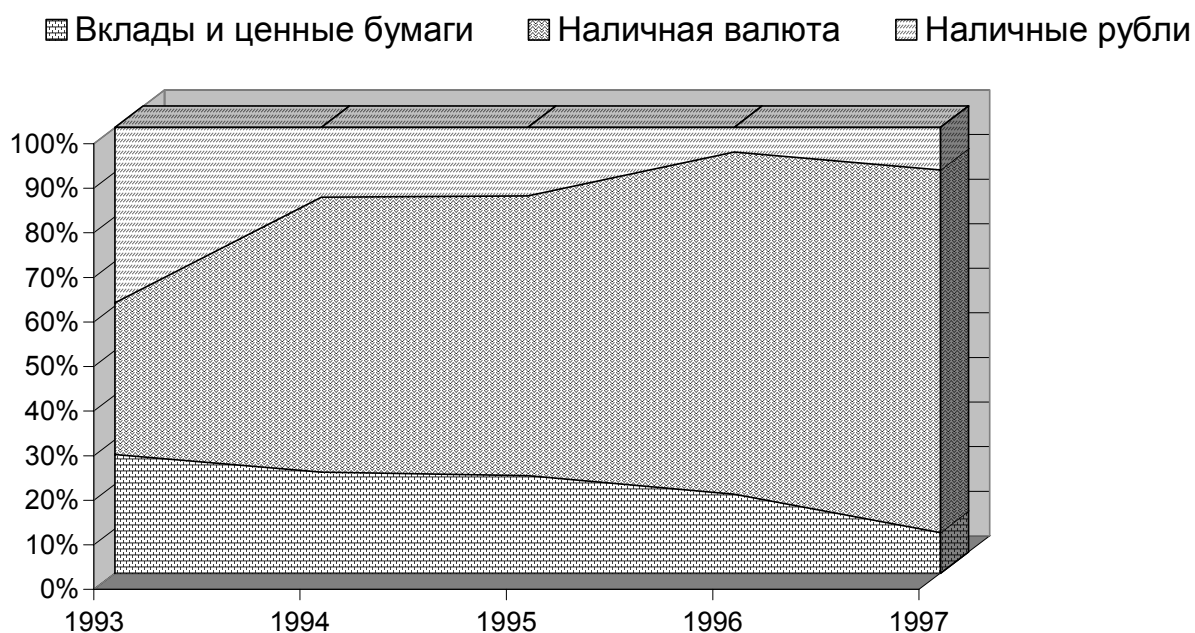


Рис. 7. СТРУКТУРА СБЕРЕЖЕНИЙ РОССИЙСКОГО НАСЕЛЕНИЯ, %

Инвестиции населения в банковские вклады за прошедшие годы имели непроизводительный характер, то есть большей частью не попадали в производящий сектор экономики. Большинство вкладов аккумулировал Сбербанк (доля Сбербанка по вкладам населения превысила 76 % и имеет тенденцию к постепенному увеличению). Учитывая то, что Сбербанк владеет примерно половиной общего объема непогашенных ГКО/ОФЗ, можно заключить, что средства населения направлялись на финансирование дефицита федерального бюджета.

Для того чтобы переориентировать сбережения населения на реальные инвестиции, требуются специальные меры. Как показывают опросы, примерно 3 % российского населения уже сегодня готовы покупать ценные бумаги. Так как они представляют собой наиболее состоятельную часть населения, объем дополнительных средств, который потенциально может быть направлен на рынок ценных бумаг,

оценивается экспертами в 10 % от суммарных ресурсов, что составляет не менее 25 млрд. руб. Однако это – не предел. В среднем, в странах с развитой рыночной экономикой около четверти взрослого населения является акционерами, до 95 % свободных денежных средств населения хранится в форме вкладов и ценных бумаг. Свободные сбережения населения – это денежные средства населения в наличных рублях и в валюте, а также в виде краткосрочных депозитных вкладов и банковских вкладов до востребования, которые потенциально могут быть направлены на инвестиции в ценные бумаги. В состав свободных сбережений населения не включаются доходы, идущие на потребление, а также часть доходов, имеющих не инвестиционную направленность: остатки денежных средств, предназначенные для потребления в ближайшие периоды времени (менее одного месяца). Анализ показывает, что создав в России условия, благоприятные для индивидуальных инвестиций, можно получить объем ресурсов, достаточный для удовлетворения потребности экономики в дополнительных ресурсах минимум на 5 лет.

Однако механизм использования таких инвестиций не должен быть односторонним. Предыдущее десятилетие показало, что неэффективное российское производство способно поглотить любые инвестиции без заметного эффекта на выходе. Поэтому инвестиции населения должны поступать в экономику исключительно на возвратной основе и, главным образом, в наиболее эффективные отрасли и предприятия. Эти условия можно обеспечить только путем задействования инструментов рынка ценных бумаг и только при наличии строгого государственного контроля над использованием мобилизованных на рынке средств.

Таким образом, крупные инвестиционные ресурсы, достаточные для преодоления инвестиционного кризиса в России, сосредоточены именно у населения. Именно на этом участке рынка обычно возникает положительная обратная связь между предприятиями-эмитентами, выплачивающими дивиденды инвесторам, и населением, инвестирующим свои сбережения в предприятия. Полученный на предприятиях доход остается внутри национальной экономики и, пройдя через семейные бюджеты, снова попадает в инвестиционный оборот. В результате взаимодействия процессов мультипликации и акселерации возникает эффект сверхмультипликатора, который способствует экономическому росту страны и повышению благосостояния населения.

Мультипликация прибыли представляет собой процесс повышенного роста доходов инвесторов относительно начального объема сделанных ими инвестиций. Он вызывается многократным использованием в различных звеньях экономики одних и тех же денег, инве-

стированных в отрасли материального производства, а также в сферу услуг посредством приобретения корпоративных ценных бумаг. Таким образом обеспечивается повышенный эффект относительно небольших начальных инвестиций в экономику, приводящий к ускоренному росту капитала индивидуальных инвесторов.

Приращение дохода не только порождается приростом инвестиций, но и само способно вызвать увеличение последних. Получившие дополнительные (сверх предварительных ожиданий) доходы инвесторы приобретают мощную мотивацию для того, чтобы снова инвестировать их в экономику. Повышенный рост инвестиций, возникающий вследствие увеличения доходов, составляет основу процесса акселерации инвестиций.

Потенциальными инвесторами может быть не более 20 % трудоспособного населения, имеющего среднедушевые доходы выше среднестатистических. В таблице 4 указано относительное количество (в процентах) данных категорий населения (источник – Госкомстат России).

ТАБЛИЦА 4

## ПРОЦЕНТНЫЙ СОСТАВ НАСЕЛЕНИЯ ПО СРЕДНЕДУШЕВОМУ ДОХОДУ

Среднедушевой денежный доход (тыс. руб.)	
свыше 2.0	6.9%
1.6-2.0	5.2%
1.2-1.6	10.1%

В распределении доходов по стране имеется существенная межрегиональная дифференциация. Например, в Москве наблюдался максимальный прирост доходов по стране, который на 23,7% превысил средний уровень. В целом абсолютный размер среднедушевых доходов в Москве в 8-11 раз выше соответствующих показателей по России. Именно эти факторы существенно облегчают задачу вовлечения сбережений населения в инвестиционный оборот, так как позволяют, во-первых, ограничить всю подготовительную работу границами города и, во-вторых, сосредоточиться на специфических особенностях 10-20 % наиболее состоятельных граждан.

Одним из направлений решения задачи мобилизации сбережений населения на инвестиционные нужды является ускоренное развитие института коллективных инвестиций. Привлекательность этого института для населения определяется тем, что он может обеспечить

высокий профессионализм в управлении капиталом и снизить риск его резкого обесценивания за счет диверсификации вложений. Обычно именно через институт коллективных инвестиций получают доступ на рынок ценных бумаг инвесторы, обладающие относительно небольшими средствами.

В последние 20 лет в мире стала весьма заметна тенденция к концентрации финансовых средств в руках относительно небольшого числа коллективных инвесторов. Как показал международный опыт, на развитом рынке форма коллективных инвестиций в силу своей демократичности постепенно расширяет свою рыночную нишу как за счет снижения доли рынка, занятой индивидуальными инвесторами, так и за счет банковских институтов. В отличие от индивидуальных инвесторов, владеющих портфелями инвестиций, все доходы от которых им и принадлежат, коллективные инвесторы являются посредниками между индивидуальными инвесторами и инвестициями.

История коллективных инвесторов относительно коротка. Наиболее распространенные коллективные инвесторы – взаимные фонды – до 1980 года на рынке ценных бумаг были практически незаметны. Однако за два последних десятилетия их суммарные активы возросли в тысячи раз, в результате чего они стали основными игроками на мировом фондовом рынке, контролируя вместе с другими институциональными инвесторами до 70 % официального оборота. Примечательно также то, что по мере того, как значение индивидуальных инвесторов снижается, предоставляемые им традиционно услуги сокращаются по количеству и растут в цене. Мировой фондовый рынок явно ориентируется на потребности коллективных инвесторов, вследствие чего резко увеличиваются размеры продаваемых пакетов ценных бумаг, растут скорости расчетов и поставки.

Коллективные инвесторы косвенным образом обеспечивают дополнительные возможности привлечения средств для корпораций. Их основная функция – трансформация и снижение рыночных рисков. Так как они не являются производителями добавленной стоимости, они не могут постоянно обеспечивать для своих клиентов доходность выше рыночной. Но они могут предоставлять им дополнительные возможности для инвестиций, взимая за это комиссионные. Финансовый «сервис» коллективных инвесторов может включать в себя следующее:

- накопление инвестиций с постоянным их реинвестированием;

- предоставление возможности в любой момент времени изъять любую часть инвестиций с небольшими потерями для инвестора;
- снижение риска инвестиций с приемлемой для инвестора потерей доходности;
- удобство внесения и изъятия инвестиций;
- информационное обслуживание и консультирование по вопросам инвестиций.

Несмотря на очевидные преимущества коллективных инвестиций на развитых рынках, менталитет российского инвестора в настоящее время более склоняется к прямому инвестированию в ценные бумаги, а не к использованию для этих целей посредников. Причина этого заключается в относительной неразвитости рыночных отношений в России.

Во-первых, любой финансовый посредник в России до сих пор не уменьшал, а увеличивал риск инвестирования. Вследствие низкой капитализации, невысокого профессионализма и частого присутствия криминальных мотиваций посредники нередко оказывались несостоятельными. При этом финансовые потери их клиентам никогда не компенсировались. Доверие к финансовым посредникам было также сильно подорвано во времена крушения «финансовых пирамид» и массового банкротства банков. Восстановление этого доверия будет идти в течение десятилетий одновременно с ростом капитализации самих посредников.

Во-вторых, инфраструктура российского рынка еще слабо развита. Поэтому услуги коллективных инвесторов при относительно низком качестве имеют достаточно высокую цену для клиентов. Отечественный клиент не всегда может рассчитывать на тайну сделанных инвестиций; возврат им своих инвестиций сопряжен с множеством формальностей и значительной потерей средств для инвестора; текущее расчетное обслуживание инвесторов на территории России налажено плохо.

В-третьих, покупка ценных бумаг предприятий, которые обладают большими производственными фондами, просто более понятна для инвестора, чем покупка необеспеченных имуществом ценных бумаг коллективных инвесторов. Отсутствие фондовой культуры не позволяет инвестору – физическому лицу оценить надежность коллективного инвестора. Низкая информационная прозрачность некоторых коллективных инвесторов лишь усугубляет данную проблему.

Поэтому выход для сегодняшней ситуации заключается в вы-



полнении двух условий:

- необходимо предоставить физическим лицам максимальную возможность напрямую инвестировать в ценные бумаги производственных корпораций, развивая для этого соответствующую инфраструктуру;
- следует максимально повышать надежность коллективных инвесторов (за счет стимулирования увеличения их капитализации, совершенствования государственного регулирования и надзора, развития системы страхования рисков инвесторов и компенсации их потерь).

Неразвитость инфраструктуры отечественного рынка не дает возможности использовать наиболее передовые западные технологии мобилизации инвестиций без определенных издержек. Поощрение сегодня в России ориентации рынка исключительно на коллективных инвесторов означает курс на преимущественное развитие в стране иностранных профессиональных участников рынка. В России еще нет крупных и авторитетных национальных коллективных инвесторов. Они и не смогут появиться без расширения круга инвесторов индивидуальных. Как показывает уже имеющийся в России опыт, попытка перескочить через обязательные этапы развития рынка ценных бумаг ведет к деформации отечественного рынка и потере его управляемости.

Коррекция имеющейся деформации в структуре российского рынка должна осуществляться, главным образом, не за счет введения ограничений для западного капитала, а путем принятия срочных мер, стимулирующих именно отечественные индивидуальные инвестиции в реальный сектор экономики. Только население может инвестировать в российские предприятия на относительно длительный срок, не создавая угрозы быстрого ухода вложенных средств на другие мировые рынки. Поэтому на данном этапе развития рынка стоит задача создания действительно широкого слоя инвесторов. Такой слой собственников предприятий является залогом необратимости рыночных преобразований в стране, так как эти собственники заинтересованы в стабильности экономической и политической ситуации.

Основные меры, обеспечивающие преимущественное развитие индивидуальных инвестиций на данном этапе, должны иметь исключительно экономический характер:

- поощрение развития фондовых магазинов, оказывающих полный комплекс фондовых услуг для населения;

- улучшение качества консультирования населения в области ценных бумаг;
- развитие правовой культуры населения за счет использования системы образования и средств массовой информации;
- дробление продаваемых пакетов на мелкие доли, затрудняющие их скупку одним лицом;
- обеспечение налоговой прозрачности финансовых посредников;
- обеспечение налоговых льгот индивидуальным инвесторам;
- защита прав мелких инвесторов в корпорациях;
- создание системы страхования инвестиций мелких инвесторов и компенсации их финансовых потерь при банкротстве посредников.

В процессе развития инвестиционной ориентации населения весьма немаловажным вопросом является правильное определение инвестиционных предпочтений населения. В этом плане необходим постоянный анализ поведения потенциальных инвесторов, который включает в себя определение целей, направлений, объемов и сроков инвестиций.

Поскольку между доходностью и риском существует прямая связь, цель инвестиций не может заключаться лишь в максимизации прибыли. В зависимости от характера, возраста и экономического положения инвесторов соотношение между допустимым риском и достигаемой при этом доходностью может быть различно. Например, более пожилые люди склонны к меньшему риску, так как уже не имеют источников компенсации возможных финансовых потерь. Люди с активной жизненной позицией любят полагаться на удачу, поэтому допускают больший риск. Обладающие большими средствами клиенты имеют больше возможности для того, чтобы сформировать сбалансированный портфель ценных бумаг и постоянно поддерживать его в этом состоянии.

В зависимости от целей должен проводиться анализ потенциальных объемов и сроков инвестиций. Чем меньший риск допускают для себя инвесторы, тем более консервативные инструменты инвестирования они склонны выбирать. При этом следует также иметь в виду, что риск возрастает с увеличением срока инвестирования и по мере концентрации вложений в ограниченное число предприятий. Дальнейший анализ должен проводиться с точки зрения как инвестиционной среды, так и инвестиционного процесса. При этом следует иметь в

виду, что именно характер инвестиционного процесса определяет принятие инвесторами решений по выбору ценных бумаг, объемам и срокам инвестирования.

Склонить население к инвестированию – означает убедить его расстаться со своими деньгами сегодня ради получения прибыли в будущем. Результаты социологических обследований показывают, что, прежде всего, российское население не склонно ориентироваться на неопределенное будущее. Иными словами, среднестатистический российский инвестор будет инвестировать только при условии получения некоторого потока доходов от инвестиций уже в настоящем.

В течение нескольких прошлых лет средняя доходность российского рынка ценных бумаг по сравнению с другими рынками была достаточно высока. Однако это не привело к заметному оживлению среди индивидуальных инвесторов. Причины этого имеют комплексный характер:

1. Доходность обеспечивалась, главным образом, за счет роста курсовой стоимости, а не за счет дивидендных и процентных выплат. Таким образом, индивидуальный инвестор не наблюдал потока регулярных платежей. К тому же рост курсовой стоимости, сопровождавшийся ее значительными колебаниями, привлекателен лишь для профессиональных участников рынка, имеющих возможность вести спекулятивную игру. Индивидуальный инвестор, вследствие естественных причин, обладает значительно меньшими возможностями зафиксировать спекулятивную прибыль.
2. Крупные индивидуальные инвесторы имели хорошую альтернативу корпоративным инвестициям: инвестирование через банки в государственные ценные бумаги, дававшие чрезвычайно высокую доходность при минимальном риске.
3. Число эмитентов, демонстрировавших резкий рост капитализации, пренебрежимо мало (сотые доли процентов). Поэтому индивидуальный инвестор часто не имел физической возможности вступить в контакт с агентами таких эмитентов.
4. Стандартные размеры торговых лотов в российских торговых системах таковы, что финансовых возможностей индивидуального инвестора обычно не хватало даже на приобретение одного лота.
5. Допуск к торговым системам имели только профессиональные участники рынка ценных бумаг, которым индивидуальные инвесторы не всегда склонны доверять.

6. Вся работа российских профессиональных участников рынка ценных бумаг была ориентирована на крупных иностранных институциональных инвесторов, поэтому российские индивидуальные инвесторы выпадали из сферы их внимания.
7. Расчет по сделкам с ценными бумагами в основном велся через зарубежные счета компаний, зарегистрированных в оффшорных зонах, что исключало из числа клиентов российских частных инвесторов, как правило, не имеющих счетов за границей.
8. Налоговая политика правительства была такова, что частный инвестор автоматически попадал в разряд индивидуальных предпринимателей, что влекло за собой дополнительные финансовые потери.
9. Условия наследования и дарения ценных бумаг в России были таковы, что это не стимулировало частных лиц к накоплению резервных средств и семейных состояний в форме ценных бумаг.
10. Рост капитализации российского рынка ценных бумаг и достижения в части развития инфраструктуры отечественного рынка освещались только в печатных изданиях, ориентированных на профессионалов рынка. Этим явлениям не была оказана рекламная поддержка в средствах массовой информации. Поэтому они оказались практически не замеченными потенциальными индивидуальными инвесторами.

К сожалению, все перечисленные выше причины, воздвигающие барьеры на пути частных инвесторов к рынку ценных бумаг, в целом сохранились до настоящего времени.

### **Оказание государственной поддержки эмитентам в процессе выхода на рынок ценных бумаг**

В Российской Федерации зарегистрировано около 80 тыс. открытых акционерных обществ, из них в Москве – более 7 тысяч. Большинство российских компаний находится в состоянии глубокого кризиса. Доля финансово благополучных акционерных обществ на сегодня не превышает 19% от их общего числа<sup>28</sup>. Основные фонды предприятий повсеместно устарели морально и постепенно подходят

---

<sup>28</sup> Витин А. Рынок ценных бумаг и инвестиции: кризис и предпосылки его преодоления//Вопросы экономики. – 1998 – № 9 – С. 136.

к пределу своей физической изношенности. Дефицит инвестиций не позволяет перестроить производство в соответствии с современными требованиями, что ведет к дальнейшему падению конкурентоспособности выпускаемой продукции.

Снижение стоимости основного капитала предприятий негативно сказывается на их коммерческой ценности. В результате большинство достаточно крупных пакетов акций, принадлежащих в настоящее время крупным внешним акционерам, не имеют рыночного спроса. Низкая ликвидность рынка акций сдерживает темпы роста капитализации предприятий.

Российские предприятия остро нуждаются в инвестициях. По оценкам экспертов, реальная потребность в инвестиционных средствах на ближайшие годы составляет 200-250 млрд. руб.<sup>29</sup>. При этом эквивалент всей рублевой денежной массы, циркулирующей в экономике, составляет около 55 млрд. долл. Если учесть, что 98% вложений этих денежных ресурсов носит неинвестиционный характер (покрытие дефицита бюджета, краткосрочные кредиты экономике), то становится очевидной проблема острого инвестиционного дефицита.

Наряду с общими причинами инвестиционного кризиса следует отметить и такие структурные причины, как слабость производственного руководства и отсутствие у предприятий проработанных бизнес-планов и качественных инвестиционных проектов. Стало очевидным также то, что российская банковская система оказалась не готовой к финансированию инвестиционного цикла. Поднявшаяся в 1991 г. инфляционная волна оторвала финансовый сектор от производственной базы и позволила ему какое-то время существовать только лишь за счет инфляционных механизмов. Схлынув, она вынудила потерявшие эффективность финансовые институты снова обратить внимание на промышленность. Однако при этом выяснилось, что кредитные учреждения в своей массе не обладают достаточными финансовыми резервами и технологиями, чтобы работать с предприятиями.

С учетом слабости банковской системы использование механизмов рынка ценных бумаг становится единственным реальным способом привлечения инвестиций. Эти механизмы являются наиболее действенным способом финансирования производства, позволяющим быстро и с минимальными издержками на транзакции осуществлять перелив высоколиквидного капитала в наиболее эффективные производства.

---

<sup>29</sup> Миркин Я. М. Восстановление российского фондового рынка и развитие реального сектора экономики России. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С. 13.

Как показывает опыт зарубежных стран, наиболее выгодным средством привлечения дополнительных финансовых ресурсов являются вторичные эмиссии корпоративных ценных бумаг. Если обратиться к российской действительности, то вторичные эмиссии в настоящее время становятся практически единственным способом привлечения дополнительных инвестиций, за которые не придется расплачиваться в жесткие сроки и в большем объеме, как, например, происходит при кредитовании.

Задачей государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг, должно стать обеспечение нормативно-правовой и процедурной преемственности при переходе к новому этапу развития отечественного рынка ценных бумаг, характеризующемуся резким ростом числа вторичных эмиссий. Это произойдет только в том случае, если процедуры новых эмиссий станут в такой же степени экономически выгодными основным субъектам рынка, как и процедуры приватизации в 1993-1995 гг. Государственная поддержка предприятиям, планирующим новые эмиссии, должна оказываться не в меньшей степени, чем предприятиям в процессе приватизации. Сами процедуры новых эмиссий должны быть предельно упрощены при одновременном усилении государственного контроля над их проведением.

В условиях развитой рыночной экономики инвестиции, обеспечиваемые рынком ценных бумаг, значительно превосходят по объемам все другие внешние (по отношению к предприятиям) источники финансирования. При этом банковские кредиты служат вспомогательным механизмом стабилизации денежных потоков, а бюджетные средства используются лишь для создания гарантий под привлечение частных инвестиций на социально значимые объекты.

Мировой опыт свидетельствует, что наибольшую эффективность рынок ценных бумаг как источник финансирования экономики демонстрирует при выходе экономики из фазы депрессии, то есть в начале фазы экономического роста. Это связано с тем, что при расширении промышленного производства резко возрастает спрос на инвестиции, вследствие чего растут фондовые индексы. Но и сегодня рынок ценных бумаг при правильном подходе может представить предприятиям определенные возможности в плане привлечения капитала для пополнения оборотных средств, реализации инвестиционных проектов, расширения конкурентоспособного (или налаживания нового, в том числе экспортного) производства.

Поведение крупных предприятий, освоивших за последние годы рынок ценных бумаг, свидетельствует, что для финансирования новых программ директорский корпус предпочитает использовать ADR и

корпоративные еврооблигации. Однако это достаточно дорогие инструменты, программы по их выпуску являются долгосрочными и сопряжены с большими трудностями. При разовом выпуске таких ценных бумаг нецелесообразно привлекать менее 200 млн. долл. Выпуск этих инструментов выгоден только крупному эмитенту (потребности которого превосходят миллиарды рублей). Для большинства российских предприятий они представляют лишь теоретический интерес, так как использовать их может лишь небольшое число особенно надежных заемщиков.

Ряд субъективных и объективных причин мешает потенциальным предприятиям-эмитентам привлекать инвестиции, используя эмиссию новых акций. Важнейшими из них являются следующие организационно-экономические проблемы:

1. Искажение формы получения прибыли в связи с существующей системой налогообложения. Чрезвычайно высокий процент налоговых изъятий оставляет предприятие без ресурсов для дальнейшего развития. Чтобы смягчить это бремя, руководители используют различные схемы занижения размеров балансовой прибыли. Неизбежным следствием этого является сокращение размеров показываемой в балансе чистой прибыли предприятий, из которой могут осуществляться дивидендные выплаты инвесторам. Таким образом, выплата дивидендов становится экономически невыгодной. В результате складывается ситуация, когда использование дивиденда в качестве инструмента управления привлечением инвестиций оказывается фактически невозможным. Отсутствие в арсенале руководителей и специалистов компаний этого инструмента является сильнейшим тормозом привлечения инвесторов на предприятия.
2. В настоящее время основным является недивидендный способ изъятия прибыли владельцами предприятий, связанный с полным контролем над предприятиями через владение достаточным для этого пакетом акций. При этом доходы от предприятий не связаны непосредственно с финансовыми результатами их деятельности. Владельцы предприятий предпочитают сохранить этот механизм вместо того, чтобы привлечь инвестиции, сделать работу предприятий эффективной и потерять контроль над ними в результате перераспределения акционерного капитала после дополнительной эмиссии акций.
3. Разработка качественных инвестиционных проектов и биз-

нес-планов требует привлечения весьма квалифицированных специалистов, хорошо владеющих передовым зарубежным опытом и разбирающихся в российской специфике. Таких специалистов сегодня в России довольно мало, и их услуги стоят относительно дорого. Показательным примером является тот факт, что все крупные выпуски ценных бумаг в России были спроектированы зарубежными юристами и инвестиционными банками. Поэтому далеко не каждый руководитель предприятия психологически готов привлекать специалистов такого уровня для выполнения не гарантирующего с его точки зрения автоматический успех проекта.

4. Серьезным, сдерживающим эмиссии фактором является необходимость оплачивать налог на операции с ценными бумагами, как процент от объявленного объема эмиссии, еще до начала размещения, а не после или во время размещения, пропорционально привлеченным средствам. Так как успешность размещения ценных бумаг трудно оценить заранее, выплаченный налог может оказаться чистым убытком эмитента.
5. Обоснованной причиной является неуверенность в наличии потенциальных инвесторов. Прежде всего, она объясняется отсутствием информационной сети, обеспечивающей всех заинтересованных лиц оперативными данными о реальном положении дел эмитентов, рыночных котировках на их ценные бумаги и объемах торговли ими. Информация о компаниях часто публикуется только в местных малотиражных газетах, а реальные финансовые отчеты обычно вообще не распространяются и относятся руководителями к категории конфиденциальных. Для того чтобы распространять эту информацию, необходима прозрачная торговая система, в которой имеется все нужные данные, предоставляемые любой заинтересованной стороне. Законодательство обязывает эмитентов производить раскрытие информации, от них требуются полные сведения о существенных корпоративных событиях, которые предшествуют эмиссии или происходят в период ее осуществления. Однако система сбора и последующего распространения этой информации отсутствует.
6. Компании часто не имеют юридически закрепленных прав на свои основные активы (месторождения, участки земли, которые они занимают, и другие ресурсы).
7. Предприятия-эмитенты, как правило, несут на себе груз



внутренних проблем, вытекающих из их статуса хозяйствующего субъекта, к которым относятся неконкурентоспособность производимой продукции по сравнению с иностранными товарами, низкая эффективность производства, устаревшие технологии, изношенная материальная база и прочее.

Существует также ряд структурных проблем, связанных со спецификой российского рынка ценных бумаг:

- концентрация контрольных пакетов приватизированных предприятий у «стратегических» инвесторов (очень часто — у узкого круга высшего менеджмента), которые не всегда заинтересованы в обеспечении эффективного функционирования предприятия;
- низкий уровень экономической грамотности высшего руководства, члены которого, как правило, являются одновременно собственниками;
- наличие ограничений на обращение (в первую очередь на перепродажу) акций ряда акционерных обществ, зафиксированных положениями уставов этих АО (например, РАО "Газпром");
- заниженная стоимость акций приватизированных предприятий, их явная недооценка по сравнению со стоимостью активов, особенно там, где контрольные пакеты сконцентрированы в руках менеджмента;
- устаревшая система бухгалтерского учета, которая игнорирует издержки, истинные доходы и движение наличности;
- отсутствие (в большинстве случаев) международного аудита счетов компаний;
- массовые неплатежи предприятий, зачастую выгодные их управляющим;
- низкая ликвидность долгов по неплатежам;
- практически непроходимая процедура банкротства, ставящая кредиторов в полную зависимость от должников;
- криминальный контроль над рядом компаний, в результате чего они не поддаются внешнему управлению.

К числу структурных проблем можно отнести также то, что очень часто уставы компаний не предусматривают первоочередного распределения новых эмиссий среди "старых" акционеров, что создает

угрозу для размывания сконцентрированного владельцами капитала при осуществлении новых эмиссий. Опасаясь этого, акционеры обычно препятствуют проведению новых эмиссий. В ряде других компаний действует противоположный фактор: механизм управления компанией настолько размыт, что стратегический инвестор зачастую затрудняется в определении, какой администратор имеет реальную власть в компании, и кто полномочен вести переговоры от имени предприятия.

Проблемы новых эмиссий могут быть решены только при комплексном подходе с помощью различных методов. Совокупность методов целесообразно разбить на блоки:

- учебно-просветительская работа;
- организация консалтинга;
- административные меры;
- организационные меры.

В плане учебно-просветительской деятельности одной из важнейших задач является обучение руководителей и специалистов предприятий-эмитентов международным стандартам ведения бухгалтерского учета и внутреннего аудита, ведению финансового учета движения ценных бумаг, основам законодательства о рынке ценных бумаг, а также приемам, правилам и обычаям работы на фондовом рынке и технике вывода ценных бумаг предприятий на рынок. Руководители и специалисты предприятий, принимающие решения по проведению новых эмиссий, должны научиться пользоваться инструментами фондового рынка для привлечения инвестиций в производство.

Необходимым условием широкого распространения практики проведения вторичных эмиссий является развитие сети консалтинговых фирм. Их основной задачей является оказание на профессиональном уровне услуг большому количеству непрофессиональных субъектов, тем или иным образом вовлеченных в сферу обращения акционерного капитала (эмитентам и инвесторам). В настоящее время на рынке ощущается явный дефицит качественных услуг типа оказания помощи в проведении собраний акционеров, проведения недорогого аудита, подготовки документов при проведении эмиссий, оказания помощи в размещении акций, предоставления консультаций по инвестициям. Сейчас такого рода услуги оказывают брокеры, реестродержатели и депозитарии. Однако в дальнейшем данная ниша должна быть своевременно заполнена сетью специализированных консалтинговых фирм.

В России целесообразно восстановить институт лицензирован-

ных инвестиционных консультантов, существовавший с 1991 по 1996 г. Консультанты в обязательном порядке должны сообщать в регулирующие органы о конфликте интересов, связанном с осуществлением ими других видов деятельности на рынке ценных бумаг. Отсутствие лицензирования, а, следовательно, – государственного контроля над деятельностью консультантов, дает возможность инвестиционным компаниям использовать консультационные услуги для получения дополнительных доходов за счет манипулирования мнением эмитентов.

С целью активизации процесса освоения предприятиями рынка ценных бумаг целесообразно создать государственную систему методической поддержки приватизированных предприятий в процессе их выхода на рынок, а также выпустить ряд специальных учебных пособий по проведению вторичных эмиссий и продвижению эмитентами своих ценных бумаг на внутреннем и международном рынках. В развитие этого процесса следует организовать для специалистов наиболее значимых российских предприятий стажировки в странах Европы, Азии и Америки с целью использования опыта предприятий этих стран по выводу акций на фондовый рынок.

Активное государственное стимулирование вторичных эмиссий должно осуществляться с помощью мер, сочетающих методы экономического стимулирования и (в необходимых случаях) административного принуждения. Рассмотрим этот аспект на примере Московского региона.

Экономические формы стимулирования процесса привлечения инвестиций в форме акционерного капитала, которые может использовать правительство Москвы, включают в себя:

- предоставление налоговых льгот (в том числе на возвратной основе) в форме инвестиционного налогового кредита;
- установление льготных ставок платежей (арендной платы за объекты и землю; платежей за пользование энергоносителями, коммунальными услугами и т.п.);
- предоставление льготных кредитов;
- предоставление государственных гарантий на сумму инвестированных средств (как правило, заемных);
- стимулирование процесса очистки балансов предприятий с помощью механизма принудительной трансформации их долгов в дополнительные акции, передаваемые кредиторам (секьюритизация долгов);

- распределение городского заказа.

Рассмотрим некоторые из указанных форм подробнее.

**Налоговые льготы.** Налоговые льготы следует предоставлять предприятию в самый тяжелый в смысле финансирования момент реализации проекта: когда производятся затраты на приобретение основных средств и оплату строительно-монтажных работ. Кроме того, критическим для предприятия является также первый период после принятия заказчиком законченного промышленного объекта, когда происходит отработка технологии и выведение его на проектную мощность, поскольку валового дохода от производства еще недостаточно для покрытия всех издержек.

**Льготное кредитование.** Ряд инвестиционных проектов, связанных с созданием продукции, не имеющей отечественных аналогов или импортозамещающей, а также имеющей особое значение для города, должен пользоваться прямой государственной поддержкой. Она может оказываться, в том числе, путем предоставления инициаторам таких проектов государственных кредитов за счет средств городского бюджета развития.

**Государственные гарантии.** Другим инструментом стимулирования инвестиций является выдача государственных гарантий по привлекаемым средствам. Этот инструмент наиболее эффективен для привлечения частного капитала в предприятия без значительного государственного участия, но имеющие большое значение для экономики и социальной инфраструктуры города.

**Секьюритизация долгов** позволяет достичь одновременно двух целей:

- очистить балансы предприятий от безнадежных задолженностей, проценты и пени по которым дополнительно ухудшают текущее состояние предприятий;
- допустить основных кредиторов к управлению предприятием, что поможет ограничить власть прежнего менеджмента, допустившего накопление безнадежных задолженностей. В роли такого кредитора может выступать также государство (включая Москву как субъект Федерации, а также муниципальные образования), налоговая задолженность перед которым часто составляет значительную часть долгового бремени предприятий. В этом случае появляется возможность реприватизации на законной основе тех предприятий, которые не смогли нормально развиваться в частной собственности.

Следует также отметить и эффективность **государственного заказа**. Если предприятие, производящее требуемую для города продукцию или услуги, реализует инвестиционный проект, то для обеспечения его окупаемости целесообразно предоставить предприятию – инициатору проекта государственный (городской) заказ на производимую им продукцию. В этом случае выпуск продукции будет осуществляться под конкретного конечного потребителя, причем сроки окупаемости проекта будут гораздо более определенными, а цена привлеченных ресурсов, в связи с более высокой регулярностью поступления платежей, будет ниже.

При недостаточности вышеперечисленных мер в отдельных случаях могут быть использованы меры экономического принуждения. Уникальность Москвы на общероссийском фоне состоит в том, что городская система в достаточной степени сохранила способность административно-экономического регулирования негосударственного сектора экономики. Этому способствовала особая программа московской приватизации и то, что вследствие выполнения столичных функций город стал своеобразным монополистом предоставления коммунальных ресурсов для головных офисов ведущих российских и ряда международных фирм. Эффективными регуляторами являются условия предоставления услуг городскими системами энерго-, тепло-, водо-, газоснабжения предприятий, аренда земли и недвижимости, транспортное обслуживание. Как правило, технология такого регулирования заключается в реструктуризации задолженности предприятия перед городским бюджетом по коммунальным услугам. В отношении унитарных предприятий и тех предприятий, большой пакет акций которых принадлежит Москве, могут быть использованы и чисто административные рычаги управления, включая смену руководителей.

Основной организационной мерой поддержки новых эмиссий является создание системы стабилизации цен эмитированных ценных бумаг. Длительное время рынок ценных бумаг приватизированных предприятий формировался, главным образом, за счет перепродажи акций на вторичном рынке. При этом объемы предложения после окончания пикового приватизационного периода были достаточно стабильными. Однако предприятия при этом новых инвестиций не получали, так как прибыль от перепродаж имели только крупные инвесторы и посредники. Привлечение новых инвестиций на предприятия требует проведения новых эмиссий, массовое поступление которых на рынок способно дестабилизировать его за счет возможных резких скачков предложения. В связи с этим в полный рост встают вопросы развития отечественного института андеррайтинга.

В российских условиях андеррайтинг должен решать более ши-

рокий круг задач, чем в странах с развитым рынком ценных бумаг. Если в процессе приватизации государство могло напрямую регулировать объем предложения новых ценных бумаг на рынок за счет приватизационных планов, то теперь эффективность этого рычага существенно ослабевает. В силу случайных обстоятельств и отсутствия у эмитентов серьезного опыта эмиссии ценных бумаг различных предприятий могут осуществляться «волнами», при которых объем общего предложения то резко нарастает, то снижается. При этом андеррайтинг должен стать инструментом регулирования предложения. Андеррайтеры должны иметь возможность временно аккумулировать у себя часть избыточного предложения отдельных эмиссий, чтобы поставлять их на рынок в наиболее выгодные для их клиентов-эмитентов моменты.

На развитом рынке ценных бумаг выполнение данной функции крупными андеррайтерами происходит автоматически и не представляет самостоятельной проблемы. Отечественные инвестиционные компании<sup>30</sup>, которые могут выполнять функции андеррайтеров, не имеют собственных (а иногда и заемных) средств, чтобы выкупить и некоторое время удержать на своем балансе существенный объем новых эмиссий. Поэтому от регулирующих органов требуется разработка и реализации специальной программы развития отечественного андеррайтинга. На первом этапе основной упор должен быть сделан на схемы, реализуемые по принципу «максимальных усилий», когда андеррайтеры не несут на себе обязательств полного выкупа эмиссий. Одновременно следует стимулировать слияние и укрупнение андеррайтеров. Аналогично банковской практике необходимо ввести для андеррайтеров требование к минимальному собственному капиталу и в дальнейшем плавно его увеличивать. По мере развития рынка целесообразно поощрять специальными налоговыми льготами андеррайтинг с гарантированными обязательствами. Только в этом случае отечественный андеррайтинг окажется конкурентоспособным относительно аналогичных зарубежных институтов и сыграет действительно важную роль на пути к эффективному рынку ценных бумаг в России.

С целью улучшения условий размещения новых эмиссий со сто-

---

<sup>30</sup> *Примечание:* Под термином «инвестиционные компании» в данной монографии понимаются профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензии фондовых дилеров или брокеров, а также банки, бизнес которых связан преимущественно с рынком ценных бумаг. Российское законодательство с 1996 года классифицирует участников рынка ценных бумаг исключительно по видам деятельности, не выделяя среди них отдельные категории. Поэтому такая категория, как инвестиционные компании, из официального обращения исчезла. Однако она остается очень удобным обобщающим понятием.

роны государственных регулирующих органов необходимо уделить внимание разработке порядка формирования эмиссионных синдикатов. Такие синдикаты должны содержать группы посредников по покупке и группы по продаже. Группы по покупке должны за счет собственных или мобилизованных средств производить выкуп эмиссии. Группы по продаже должны работать с потенциальными инвесторами в интересах последующего размещения ценных бумаг на рынке.

С целью наилучшего выбора основных андеррайтеров необходимо проведение конкурса предложений. В ходе этого конкурса эмитент объявляет условия, предъявляемые к андеррайтерам. Претенденты на выполнение этой функции подают ему заявки на оказание услуг, конкурируя между собой за право обслуживать клиента. Контракт на андеррайтинг заключается с теми претендентами, которые предложили наиболее выгодные условия.

Второе условие – андеррайтер должен принимать самое непосредственное участие в подготовке эмиссии. Он должен проверять расчеты эмитента и нести ответственность за достоверность сообщаемой эмитентом информации. По сути, андеррайтер должен выполнять функции финансового консультанта эмитента. В этом заключается суть дополнительного гарантирования выпуска для инвесторов.

В России отсутствует институт отечественных инвестиционных банков. Поэтому необходимо дать возможность универсальным банкам заниматься андеррайтингом. Это потребует некоторой коррекции правил резервирования. Резервные требования на приобретение новых эмиссий, которые банк обязан разместить среди инвесторов в ограниченное время, должны быть снижены. При этом необходимо ввести предельные нормативы на общий размер андеррайтинга и размер андеррайтинга на одного эмитента. Андеррайтеры должны обладать правом начальной поддержки размещаемых акций (то есть скупать уже размещенные акции на вторичном рынке по установленным ими ценам). Об этом должно сообщаться в проспекте эмиссии.

Со стороны регулирующих органов необходим контроль над разницей между официальной ценой размещения и той ценой, по которой андеррайтер продает ценные бумаги инвесторам. Андеррайтер при подготовке эмиссии может занижить официальную цену, чтобы позже иметь возможность размещать среди инвесторов акции по другой, более высокой цене, складывающейся в результате баланса спроса и предложения. Фактически при этом он за счет эмитента получает дополнительное (сверх комиссионных) вознаграждение. Чем более занижены официальные цены, тем больше может быть их разница, идущая в доход андеррайтеру. В дальнейшем регулирующие органы

должны перейти к контролю над правильностью установления официальной цены размещения. Если официальная цена размещения совпадает с той ценой, по которой андеррайтер продает ценные бумаги инвесторам, но обе цены сильно занижены, то он все равно получает дополнительный доход за счет эмитента. Доход образуется за счет того, что вследствие большой недооцененности бумаг резко сокращаются издержки андеррайтера на их размещение.

Установление официальной цены размещения является непростой процедурой, так как сам андеррайтинг держится на принципе занижения первоначальной цены предложения. Когда на рынке появляется большое число дополнительных акций, цена на них резко падает. На высоколиквидном рынке объявление о продаже дополнительных акций в среднем приводит к падению цены на них на 2-4 %. На слабо развитом рынке такое падение может быть еще более значительным. Этому способствует также то, что эмитент, стремясь быстрее получить средства от эмиссии, обычно благосклонно относится к предложению андеррайтера несколько снизить цену на бумаги. Размеры начального падения цены ограничиваются уровнем, при котором эмитент оказывается незаинтересованным в выпуске дополнительных ценных бумаг, так как его выручка от их продажи становится слишком заниженной. Поэтому эмитенты обычно принимают решения о выпуске дополнительных ценных бумаг только тогда, когда считают, что цены на их ценные бумаги завышены рынком. В течение первых 6-8 месяцев после эмиссии цены на бумаги обычно выравниваются, возвращаясь к своему предэмиссионному уровню. В этот момент андеррайтеры могут начинать продавать собственные запасы ценных бумаг, сделанные ими с начала эмиссии. При этом они получают доход выше среднерыночного.

Чтобы сократить стоимость эмиссии для эмитента, можно использовать широко распространенный в мире опыт «резервной» регистрации. При этом эмитент имеет право регистрировать ценные бумаги до их фактического выпуска. После регистрации он получает возможность постепенно небольшими партиями в течение нескольких лет продавать свои бумаги. Это позволяет ему реализовать тактику продаж новых ценных бумаг только в те периоды времени, когда спрос на них повышается. Такой прием дает возможность существенно увеличить выручку эмитента от продаваемых ценных бумаг. Дополнительным стимулом для эмитента является также то, что налоги на эмиссию платятся не сразу, а с каждой подготовленной для продажи партии.



## **Трансформация инфраструктуры рынка с целью повышения его устойчивости**

Инфраструктура рынка ценных бумаг как совокупность систем, обеспечивающих функционирование рынка, включает в себя правовую, информационную, расчетно-клиринговую, депозитарную, торговую и прочие составляющие. Устойчивая работа рынка достигается лишь при эффективной и согласованной работе всех его звеньев. Регулирующим органам необходимо периодически стимулировать развитие всех составляющих инфраструктуры, концентрируясь наиболее слабыми звеньями общей цепи.

Вопросы трансформации инфраструктуры рынка ценных бумаг в целом достаточно широко освещены в научной литературе. Поэтому, не останавливаясь отдельно на каждой из составляющих инфраструктуры, целесообразно рассмотреть лишь те принципиально новые подходы к трансформации рынка с целью повышения его устойчивости, которые в такой постановке еще нигде не рассматривались.

Для того чтобы российский рынок стал более стабильным, он должен избавиться от излишней спекулятивности. Только в этом случае откроются возможности для притока на рынок новых капиталов. Стадия спекулятивного перераспределения капитала сменится стадией его накопления. Таким образом, отечественный рынок начнет выполнять функцию мобилизации частных капиталов для инвестиций в реальный сектор экономики, свойственную любому эффективному рынку ценных бумаг. Регулирование степени спекулятивности рынка является важнейшей задачей регулирующих органов. Для этого в своем распоряжении они имеют два рычага:

1. Снижение спекулятивности достигается за счет изменения структуры прибыли, получаемой инвесторами. Политика регулирующих органов должна быть направлена на то, чтобы дивидендная составляющая прибыли увеличилась за счет составляющей, обусловленной ростом курсовой стоимости.
2. Дополнительное уменьшение спекулятивности достигается за счет снижения инфраструктурных рисков. В условиях высоких рыночных рисков относительно эффективно могут действовать только профессиональные спекулянты. Снижение рисков вызывает приток на рынок международных институциональных инвесторов и всех категорий отечественных инвесторов. В результате возрастающего спроса доходность инвестиций на рынке ценных бумаг и его волатильность несколько снижаются, что заставляет излишне спеку-

лятивных игроков уходить на другие, более доходные рынки. Таким образом, постепенно меняется пропорция между спекулянтами и инвесторами, и рынок обретает необходимую стабильность.

Активными игроками на любом рынке ценных бумаг являются дилеры. Осуществляя скупку и продажу ценных бумаг в соответствии с собственными спекулятивными целями, они реально способствуют сглаживанию случайных скачков в спросе и предложении ценных бумаг. За счет заключаемых дилерами сделок обеспечивается более высокая ликвидность обращающихся на рынке ценных бумаг. Деятельность дилеров дает возможность индивидуальным инвесторам обменивать ценные бумаги на деньги по курсу предыдущих торгов при условии, что новой информации об эмитенте с этого момента не поступало. Выполняемые дилерами функции компенсации временного дисбаланса между числом заявок на покупку и продажу путем покупки и продажи акций со своего счета являются очень важными для рынка. Для того чтобы эти функции расширились и превратились в фактор дополнительной стабилизации рынка, необходимо введение в России института «уполномоченных дилеров».

Функции, близкие к функциям уполномоченного дилера, выполняют на ведущих американских биржах так называемые «специалисты». На Лондонской фондовой бирже существует аналогичный институт конкурентных маркет-мейкеров, которые после реформы 1986 г. стали подвергаться жестким штрафам за приостановление торговли.

С целью стабилизации российского рынка корпоративных ценных бумаг целесообразно разработать нормативную базу, которая регламентирует практику назначения уполномоченных дилеров по каждой ценной бумаге, имеющей официальные котировки в признанных торговых системах. Списки таких уполномоченных дилеров должны быть доступны для профессиональных участников рынка ценных бумаг и индивидуальных инвесторов. В качестве мотивации уполномоченным дилерам следует дать налоговые льготы и другие преференции по сделкам с теми ценными бумагами, по которым они имеют статус уполномоченных.

Если российских профессиональных участников рынка действительно заинтересовать перспективой получения статуса уполномоченных дилеров, это будет существенно способствовать расширению списка официально котируемых ценных бумаг. Уже имеющиеся высоколиквидные акции предприятий первого эшелона окажутся быстро распределенными среди дилеров на конкурсных началах. Дилеры, которые не смогли получить статус уполномоченных в «первой волне»,

будут заинтересованы в оказании помощи эмитентам второго и третьего эшелонов, с тем чтобы те прошли официальный листинг на одной из признанных торговых площадок, получив тем самым право быть объектом твердых котировок уполномоченного дилера.

Так как дилер заинтересован в получении собственной прибыли, он старается установить разницу цен между ценами покупки и продажи:

- настолько большую, чтобы она ограничила число сделок с инвесторами, обладающими дополнительной информацией;
- настолько малую, чтобы она оказалась привлекательной для прочих категорий инвесторов.

Дилер может занимать активную и пассивную позицию. Пассивный дилер обычно выжидает, пока цены на покупку и продажу не определятся рынком. Активный дилер пытается получить как можно больше информации и опередить события на рынке. Ориентируясь на информацию, активный дилер самостоятельно устанавливает цены покупки и продажи, формируя баланс заключаемых сделок таким образом, чтобы получить максимальную прибыль. Чем точнее он сможет уловить будущие тенденции, тем оптимальнее будут предложенные им цены. Такие цены соответствуют максимальному потоку встречных заявок от инвесторов. Удовлетворяя эти заявки, дилер получает прибыль от разницы цен между покупкой и продажей. Чем более точной будет информация, которой владеет дилер, тем при меньшей величине спреда он сможет получать прибыль. Таким образом, уполномоченный дилер, специализирующийся на определенном предприятии и концентрирующий у себя всю информацию о нем, сможет предложить рынку котировки с минимальным спредом, следовательно – сделать его максимально ликвидным.

Для того чтобы постоянно проводить операции по стабилизации курса, уполномоченные дилеры будут вынуждены накапливать на своем балансе определенный пакет акций своего эмитента. Поэтому объективно они будут экономически не заинтересованы в игре на понижение по своим акциям. Кроме того, хорошая динамика контролируемого ими курса будет свидетельствовать о солидности дилерской компании и профессионализме ее сотрудников. Вследствие этого данный показатель быстро станет объективным критерием, по которому будет оцениваться деятельность дилеров и проводиться их рейтинговая оценка.

Таким образом, уполномоченные дилеры станут важнейшим институтом российского рынка ценных бумаг. Их деятельность будет способствовать устранению временных дисбалансов между спросом и

предложением и сглаживанию официальных котировок. Являясь на деле ответственными за стабильность котировок определенного эмитента, уполномоченные дилеры будут прилагать усилия, направленные на поддержку рынка данного эмитента.

Выбирая для себя торговых представителей на рынке ценных бумаг, индивидуальные инвесторы смогут ориентироваться на те фирмы, которые успешно справляются с функцией уполномоченных дилеров и эффективно поддерживают курсы назначенных им ценных бумаг.

В отличие от большинства развитых фондовых рынков основной оборот на отечественном рынке создается за счет ценных бумаг 10-20 эмитентов. Поэтому было бы неправильным рекомендовать здесь принцип, принятый, например, в США: по каждому выпуску ценных бумаг одного эмитента должен быть только один «специалист». Видимо, в России для каждой ценной бумаги категории «голубые фишки» может назначаться несколько уполномоченных дилеров. Однако их число тоже должно быть строго ограничено, например, – не более пяти. Это условие должно препятствовать размыванию индивидуальной ответственности за стабильность котировок среди уполномоченных дилеров.

Каждый уполномоченный дилер может иметь данный статус по нескольким различным выпускам ценных бумаг одного эмитента или даже по разным выпускам и видам ценных бумаг нескольких эмитентов. Ограничения в этом плане каждая дилерская фирма должна накладывать на себя сама. Такие ограничения, вероятно, будут определяться размерами собственных средств и кредитоспособностью фирмы, количеством отделений и филиалов, а также численностью и квалификацией ее персонала. Немалое значение здесь будет играть географическое положение фирмы и ее филиалов. Очевидно, что фирма, сотрудники которой будут иметь возможность вступать в непосредственные контакты с высшим руководством предприятия-эмитента, получит повышенные шансы на то, чтобы предложить себя в качестве уполномоченного дилера этого эмитента.

Отличие уполномоченного дилера от обычного дилера должно состоять также в возможности выполнения функций брокера для брокеров. То есть он должен иметь возможность накапливать у себя заявки клиентов с ограничением цены. Иначе говоря, брокеры, не имеющие возможности выполнить клиентские заявки с ограничением цены по текущим ценам, а также стоп-заявки по определенным видам акций, должны передавать эти заявки на отложенное исполнение уполномоченным дилерам. В этом случае уполномоченный дилер играет

роль торгового посредника-комиссионера для обычных брокеров. Разумеется, каждый уполномоченный дилер должен накапливать у себя заявки только на те ценные бумаги, по которым он имеет статус уполномоченности. За свои услуги уполномоченный дилер должен получать часть вознаграждения обычного брокера, взимаемого в качестве комиссионных с клиента. При этом использование услуг уполномоченного дилера не должно вести к дополнительным расходам для клиента. С позиции клиента не должно быть никакой разницы, кто конкретно выполняет его заявку: брокер, с которым клиент заключил договор, или уполномоченный дилер, к которому обратился этот брокер.

Возможность выполнения уполномоченным дилером функций брокера окажет на рынок заметное стабилизирующее воздействие, так как уполномоченный дилер будет иметь высокий стимул для того, чтобы максимально сближать свои котировки на покупку и продажу, повышая тем самым ликвидность ценных бумаг, по которым он имеет статус уполномоченности.

Увеличение диапазона котировок уполномоченного дилера потенциально может увеличить его прибыль за счет арбитража: если ему удастся одновременно заключить с разными покупателями сделки на покупку и продажу одного и того же количества ценных бумаг. Однако, увеличивая диапазон котировок, уполномоченный дилер тем самым теряет потенциальных клиентов. Это происходит вследствие того, что покупатели и продавцы в этом случае получают возможность найти более выгодные для себя цены на рынке, чем те, которые предлагаются уполномоченным дилером. То есть они начинают заключать встречные сделки по заявкам рыночного типа напрямую, минуя уполномоченного дилера. Так как именно такие заявки составляют основной объем торгов, уполномоченный дилер, необоснованно расширивший границы своих котировок, оказывается изолированным от рынка. Ведь накопленные им заявки с ограничением цены и стоп-заявки в этих условиях также не могут быть выполнены. Следовательно, проводя политику расширения ценового диапазона, уполномоченный дилер тем самым снижает свою потенциальную прибыль.

Максимально сокращая спрэд между своими котировками, уполномоченный дилер получает возможность активно участвовать в рыночной торговле. Во-первых, узкий спрэд создает условия, когда брокеру, выполняющему клиентскую заявку рыночного типа, не выгодно проводить длительный и дорогостоящий поиск наилучшей цены, которая в очень малой степени может отличаться от цены, предлагаемой уполномоченным дилером. Ему удобнее сразу обратиться к уполномоченному дилеру и быстро выполнить попавшую к нему заявку. В этом случае каждый из посредников (брокер и уполномочен-

ный дилер) получает свою часть комиссионных, минимизировав свои затраты на исполнение заявки. Поэтому оба они оказываются в явном выигрыше. Во-вторых, границы узкого ценового диапазона чаще нуждаются в корректировке вследствие того, что текущий рыночный курс угрожает вырваться из этих границ. При каждой такой корректировке уполномоченный дилер получает возможность выполнить некоторую часть накопившихся у него заявок с ограничением цены и стоп-заявок, что также приносит ему дополнительные доходы в виде комиссионных.

Таким образом, введение института уполномоченных дилеров позволит наладить положительную обратную связь между повышением стабильности рынка ценных бумаг и доходами его основных профессиональных участников. В отсутствие такого института профессиональные участники объективно оказываются незаинтересованными в стабилизации курсов ценных бумаг. Резкие изменения курсов ведут к всплескам торговой активности, которые приносят дополнительные комиссионные брокерам. Высокая нестабильность рынка позволяет получать спекулятивную прибыль именно тем, кто профессионально на нем работает. Правда, в итоге такого рода явления снижают общую ликвидность рынка и препятствуют притоку неспекулятивных капиталов инвесторов. Однако данные соображения не всегда принимаются в расчет в текущей деятельности брокеров. В отсутствие надежных механизмов, рассчитанных именно на экономическую мотивацию профессиональных участников рынка, стратегические цели и соображения оказываются не реализуемыми в повседневной практике.

Предпосылки для формирования института уполномоченных дилеров были заложены еще на этапе проведения массовой приватизации. В то время многие компании, работавшие на рынке ценных бумаг, оказывали консультационную помощь эмитентам в проведении приватизации и размещении отдельных пакетов акций. Позднее такого рода деятельность частично потеряла свою привлекательность для профессиональных участников рынка вследствие более высокой рентабельности спекулятивных операций. В настоящее время наступил момент, когда можно использовать накопленный опыт и подготовленные кадры для создания специального института – уполномоченного дилера. Для его легализации потребуются внести необходимые изменения как в федеральный закон «О рынке ценных бумаг», так и в законы, регулирующие порядок налогообложения профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Институт уполномоченного дилера не является необходимым в случае, если российский рынок ценных бумаг продолжит свою ориентацию на крупных зарубежных институциональных инвесторов. Лю-

бой такой инвестор обладает собственными развитыми возможностями для оперативного сбора и обработки информации о котировках на российском рынке. Кроме этого, капитализация российских дилеров на один-два порядка ниже капитализации большинства международных инвесторов. Поэтому их возможности по удержанию рынка в случае крупной игры со стороны зарубежных институциональных инвесторов заведомо очень ограничены.

Однако для расширения круга российских индивидуальных инвесторов и увеличения их доли на отечественном рынке ценных бумаг введение института уполномоченных дилеров остро необходимо. Наличие такого института позволит добиться решения следующих задач:

- даст индивидуальным инвесторам твердые и легко доступные ориентиры по ценам покупки и продажи ценных бумаг;
- позволит направить в организованное русло излишнюю рыночную стихию, возникающую на волне слухов, ажиотажа или панических настроений среди индивидуальных инвесторов;
- даст возможность реализовать принцип индивидуальной ответственности на рынке ценных бумаг каждого эмитента;
- упростит и повысит эффективность государственного контроля над рынком ценных бумаг.

Мировая практика свидетельствует, что уполномоченные дилеры в основном работают именно с мелкими заявками, то есть заявками индивидуальных инвесторов. Если брокер получает крупную заявку рыночного типа (обычно – от институционального инвестора), он заинтересован исполнить ее по максимально выгодной цене. Во-первых, даже небольшой выигрыш в цене за одну акцию для крупной заявки означает большую сумму сэкономленных брокером для клиента средств, что отражается на его комиссионных, а также желании клиента и далее сотрудничать с этим брокером. Во-вторых, комиссионные по крупной заявке оказываются достаточными, чтобы без ущерба для себя погасить все затраты брокера на поиск наиболее выгодных условий и соответствующие переговоры с контрагентами.

Мелкие заявки от индивидуальных инвесторов не обладают ни одним из перечисленных выше качеств. Поэтому брокеры, как правило, сразу передают их на исполнение соответствующим уполномоченным дилерам (разумеется, в случае, если последние проводят разумную политику по установлению границ своих котировок).

Отсутствие института уполномоченных дилеров в России создает ситуацию, при которой брокерам оказывается невыгодно работать с

заявками мелких инвесторов. Затраты на выполнение таких заявок на слабо развитом рынке оказываются чрезмерно велики. В результате процедура обслуживания индивидуальных клиентов становится убыточной для брокера. Наличие уполномоченного дилера, прямо заинтересованного в снижении удельных затрат на совершение сделок с ценными бумагами эмитента, попадающего в круг его уполномоченности, позволит существенно расширить область рентабельности в работе с мелкими клиентами. В этом случае и индивидуальные инвесторы окажутся выгодными клиентами для брокерских контор. Таким образом, появится возможность чисто экономическими методами и без всякого административного принуждения значительно улучшить условия для решения проблемы вовлечения раздробленного частного капитала в инвестиционный оборот.

Уполномоченный дилер, обладающей всей информацией о событиях на рынке ценных бумаг, по которым он имеет статус уполномоченного, может оказывать государственным регулирующим органам помощь в расследовании и ликвидации причин резких изменений котировок. К тому же, если закон будет обязывать его оказывать содействие государственным регулирующим органам в расследовании финансовых махинаций, а общественное мнение – поощрять его на это, оперативность и эффективность в ликвидации и профилактике отрицательных явлений на российском рынке ценных бумаг значительно возрастет.

Институт уполномоченных дилеров не является переходным для современного этапа развития рынка ценных бумаг России. Российская специфика заключается в большом числе и значительной географической рассредоточенности корпоративных предприятий. В этих условиях российский рынок без поддержки региональных уполномоченных дилеров окажется неспособным организовать стабильные информационные потоки по каждому предприятию. Как следствие, огромная масса индивидуальных инвесторов окажется отрезанной от региональных предприятий, особенно остро нуждающихся в инвестициях.

Поэтому практические шаги по созданию системы уполномоченных дилеров необходимо начинать делать именно на региональном уровне. На этом уровне легче наладить информационное взаимодействие между уполномоченными дилерами и эмитентами, попадающими в круг их уполномоченности. Как показывает практика, на региональных торговых площадках устанавливаются и первые твердые котировки по ценным бумагам региональных эмитентов. В этих условиях уполномоченные дилеры станут играть роль связующего звена между ценными бумагами региональных эмитентов и общероссийским рынком ценных бумаг. Такое взаимодействие позволит



капиталам индивидуальных инвесторов свободно перетекать через границы российских регионов, находя свое применение в наиболее эффективных областях. Это даст возможность одновременно повысить эффективность частных инвестиций, а также обеспечить инвестиционными ресурсами те регионы, население которых не обладает достаточными для этого собственными средствами.

Статус уполномоченного дилера должен предоставляться государственными органами, регулирующими рынок ценных бумаг, исключительно лицензированным профессиональным участником рынка. Регулирующие органы также должны иметь возможность контролировать качество выполнения уполномоченным дилером его функций и в необходимых случаях аннулировать его статус уполномоченного. Целесообразно установить следующие минимальные требования к организации, претендующей на получение статуса уполномоченного дилера:

- она должна быть фирмой-резидентом, имеющей лицензию на выполнение функций дилера на рынке ценных бумаг;
- иметь опыт работы с индивидуальными инвесторами;
- иметь определенный стаж работы на корпоративном рынке ценных бумаг;
- иметь определенный опыт работы с ценными бумагами, по которым она добивается получения статуса уполномоченного;
- обладать установленным объемом общеэкономической информации об эмитенте;
- иметь хороший деловой контакт с высшим руководством эмитента, по ценным бумагам которого она добивается получения статуса уполномоченного.

Предоставление статуса уполномоченного дилера должно производиться по результатам проведения открытого конкурса. Отказ в предоставлении кандидатам статуса уполномоченного дилера должен осуществляться на основе исчерпывающего списка обстоятельств:

- недостаточность собственного капитала в соответствии с требованиями, предъявляемыми к уполномоченному дилеру;
- невыполнение специальных требований по формированию специального фонда финансовых резервов под закупку ценных бумаг и по формированию запасов ценных бумаг, по

которым кандидат пытается получить статус уполномоченного;

- наличие балансовых убытков за последний квартал или последний полный финансовый год, предшествующий дате проведения конкурса;
- наличие просроченной задолженности по налоговым платежам, а также по оплате либо поставке ценных бумаг партнерам по сделкам на рынке ценных бумаг за последний квартал или последний полный финансовый год, предшествующий дате проведения конкурса.

Назревшим инфраструктурным вопросом российского рынка ценных бумаг является введение контроля над размерами комиссионных, взимаемых брокерскими фирмами с мелких клиентов. Размеры таких комиссионных должны быть ограничены регулируемыми органами как сверху, так и снизу. Верхняя граница должна защищать индивидуальных инвесторов, располагающихся в регионах России, от монополизма закрепившихся там брокерских фирм. Максимальную ставку комиссионных целесообразно ограничить 5 % от суммы сделки. Нижняя граница должна служить для относительно небольших самостоятельных брокерских фирм антидемпинговой защитой от экспансии внешнего капитала, который способен с целью завоевания рынка некоторое время содержать убыточные дочерние брокерские фирмы. Кроме этого установление нижней границы не позволит вводить все расчеты в оффшорные зоны, формально устанавливая нулевые комиссионные. Минимальные комиссионные при регистрации сделок могут составлять примерно 0,25 % от цены сделки с каждой стороны (со стороны покупателя и продавца, если сделка заключается через брокера). Именно такая система, называемая системой фиксированных комиссионных, как правило, применяется в мировой практике при обслуживании индивидуальных инвесторов.

На развитых рынках ценных бумаг деловая практика постепенно отходит от фиксированных комиссионных. Однако в России факторы, влияющие на этот процесс, пока объективно не сформировались:

1. Пониженные комиссионные взимаются при обслуживании институциональных инвесторов. В России пока нет достаточного количества крупных институциональных инвесторов, поэтому их влияние на рынок невелико.
2. Автоматическое снижение комиссионных обычно происходит вследствие взаимной конкуренции брокерских фирм, работающих на одной площадке, занимающей монопольное

положение относительно других. В России пока не существует торговой площадки – монополиста. Кроме того, при работе с индивидуальными инвесторами важнейшим фактором в России является близость филиала или отделения брокерской фирмы к клиентам, а не ее положение на бирже. Поэтому с точки зрения интересов индивидуальных инвесторов наибольшим благом для них было бы создание равных возможностей в использовании брокерских услуг. В этом случае инвесторы, находящиеся далеко от центральных торговых площадок, не окажутся в менее выгодном положении, чем инвесторы столицы.

При наличии нижнего порога на комиссионные брокерские фирмы окажутся вынужденными конкурировать друг с другом за счет повышения качества и разнообразия оказываемых услуг, а также путем все более глубокого проникновения в дальние регионы. Оказание брокером клиенту все более сложных услуг по мере увеличения размера заказов клиента уравнивает удельные (в расчете на одну акцию) затраты, которые без дополнительных услуг окажутся тем ниже, чем крупнее размер сделки.

Последнее не относится к очень крупным сделкам, которые оказывают влияние на рыночные цены, вследствие чего издержки растут с увеличением стоимости сделки. При этом брокер оказывается вынужденным разбивать заявку на части, удовлетворять части заявки по различной цене и т.д. При сильном изменении спроса или предложения соответствующая граница сдвигается, и клиент, подавший крупную заявку, несет в сумме более крупные издержки. Однако так как данные случаи относятся лишь к единичным заявкам, выполняемым по заказам только очень крупных институциональных инвесторов, условия установления комиссионных по таким сделкам в законодательстве могут быть оговорены особо.

Еще одним назревшим вопросом, важным с точки зрения укрепления внутреннего рынка, является введение контроля над проведением клиринговых процедур. Отсутствие такого контроля фактически способствует уходу рынка из России в оффшорные зоны. Поэтому в законодательном порядке необходимо обязать все организации, осуществляющие клиринг, подавать соответствующую отчетность в регулирующие органы. Расчеты по сделкам, заключенным на российских торговых площадках, должны проводиться только в клиринговых системах-резидентах. Практика налаживания государственного контроля над этой частью рынка за рубежом показывает, что расходы на содержание государственной системы, контролирующей клиринг, оказываются значительно меньше, чем потери государства от недопо-

лученных налогов по сделкам, расчет по которым произведен через оффшорные фирмы.

Государство должно контролировать верхнюю границу цен на оказание клиринговых и депозитарных услуг. Использование для хранения ценных бумаг и расчетов по ним организаций, имеющих низкую капитализацию, связано с высоким рыночным риском. Поэтому, как правило, депозитарные и клиринговые услуги оказывают очень крупные организации, быстро монополизующие рынок данных услуг. Внешний контроль над ценообразованием не позволит им установить нерыночные тарифы. Низкие цены должны стимулировать брокеров, работающих на неорганизованном рынке, пользоваться услугами зарегистрированных клиринговых систем и депозитариев.

Рассмотренные выше основные меры не являются исчерпывающими, однако, они означают первый и самый необходимый шаг в направлении трансформации инфраструктуры российского рынка ценных бумаг с целью повышения его устойчивости.

### **Информатизация процесса государственного регулирования рынка ценных бумаг**

Эффективность государственного регулирования рынка ценных бумаг существенно зависит от того, какие технологические, программные и алгоритмические средства используются регулирующими органами, какие принципы закладываются в основу создания и развития информационной подсистемы регулирования. Эта подсистема выполняет функцию сбора, накопления и обработки разнообразной информации, поступающей от субъектов рынка ценных бумаг. Значимость информационной системы особенно велика в условиях географической удаленности различных субъектов от центра и в условиях неразвитости коммуникационных средств, что является в целом характерным для российского рынка ценных бумаг.

В 1998 г. отчетливо проявилась тенденция, свидетельствующая о недостаточности информационных потоков, поступающих в регулирующие органы. На рис. 8 показаны относительные (в процентах от максимального значения) показатели оборотов организованного рынка и активности процесса перерегистрации акций в 1998 г. Организованный рынок в данном случае представлен крупнейшими российскими биржами (Московской межбанковской валютной биржей и Московской фондовой биржей), а также внебиржевой электронной Российской Торговой Системой (РТС). Процесс перерегистрации акций отслеживался в крупнейших московских регистраторских компаниях

примерно по 300 эмитентам. Анализ диаграммы показывает, что оборот на официальных площадках за год упал в десятки раз. Однако общая интенсивность фактической перерегистрации прав собственности практически не сократилась. Обычные сезонные факторы (например, летнее снижение деловой активности) на интенсивность движения прав собственности оказывали более сильное воздействие, чем финансовый кризис.

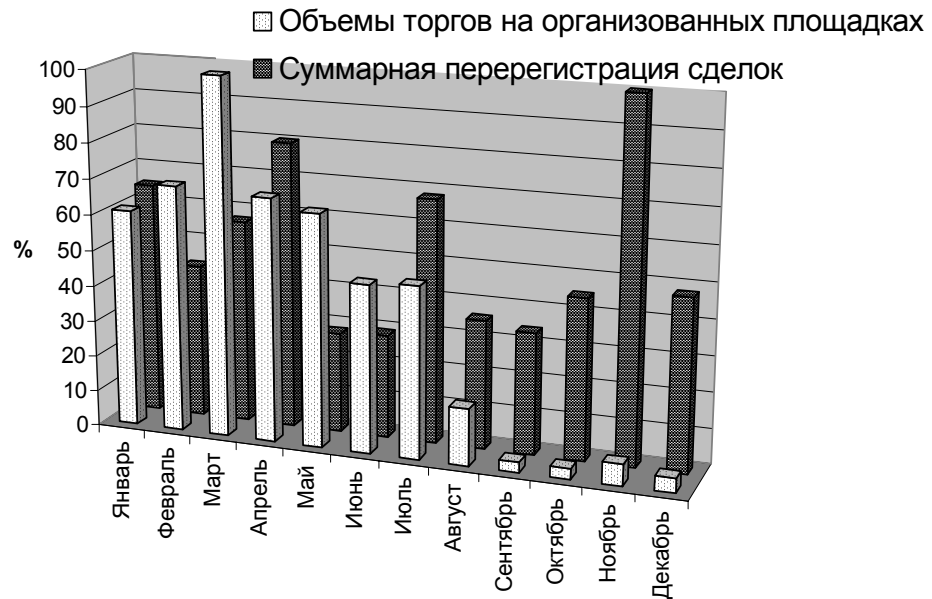


Рис. 8. Относительные показатели оборотов организованного рынка и активности процесса перерегистрации акций

Таким образом, кризис 1997-1998 гг. выявил важную особенность российского рынка ценных бумаг: активность официальных торгов не отражает общей активности рынка ценных бумаг.

Государственные регулирующие органы получают оперативную информацию, главным образом, об организованной части рынка. Именно эта информация также служит основой для расчета фондовых индексов и оценки объемов рынка. На основе этой же информации регулирующие органы принимают решения о вмешательстве в рыночные процессы. Например, с целью предотвращения чрезмерного падения цены на российские акции в 1997-1998 гг. ФКЦБ России несколько раз выдавала предписания на временную приостановку торгов на биржевых площадках и РТС.

Рядом экспертов отмечалось, что данные регулирующие действия не имели обычного для других стран эффекта: снижение цен продолжалось теми же темпами. Анализ диаграммы, показанной на рис. 8, позволяет однозначно выявить причины столь низкой эффек-

тивности регулирующих воздействий. После прекращения торгов на биржевых площадках и РТС рынок мгновенно переходил на резервные способы совершения сделок, которые совершенно не контролируются государственными регулирующими органами.

Для того чтобы по решению регулирующего органа действительно прекратить сделки на рынке, и дать ему возможность стабилизироваться, необходимо было иметь оперативную информацию о перерегистрации акций и контролировать именно этот процесс. Таким образом, данный случай является ярким примером того, как недостатки информационного обеспечения регулирующих органов приводят к потере эффективности регулирования.

Российский рынок в настоящее время нуждается в создании единого информационного пространства. Ценные бумаги, прошедшие листинг в одной из признанных торговых систем, должны включаться в специальный реестр, находящийся под контролем государственных регулирующих органов. Все зарегистрированные торговцы ценными бумагами должны сдавать в регулирующие органы сводные отчеты по сделкам, совершенным с этими ценными бумагами (как через признанные торговые системы, так и напрямую друг с другом или с клиентом). По этим отчетам должны составляться сводные таблицы цен, ежедневно публикуемые в прессе. В электронных информационных системах (типа АК&М, ELM-пресс, Скейт-пресс и т.д.) должен вестись оперативный мониторинг ценообразования. Для этого все признанные торговые системы и уполномоченные дилеры должны в реальном масштабе времени представлять информационным агентствам сведения о ценах на продажу и покупку с указанием объемов выставленных заявок.

Все это будет способствовать установлению оптимальных спрэдов, величина которых должна определяться в основном инвестиционным качеством ценных бумаг. Как показывает опыт, разумный спрэд, не снижающий ликвидности ценных бумаг, составляет примерно 1-2 %. Для небольших эмиссий он включает премию за низкую ликвидность, которую получают профессиональные посредники, и может достигать 5%. В современной российской практике спрэды часто примерно на порядок больше.

Информационная система регулирования рынка ценных бумаг должна обеспечивать надежную защиту от инсайдинга. Инсайдинг представляет собой благоприятную почву для возникновения более серьезных злоупотреблений и мошенничества на рынке ценных бумаг. Поэтому следует максимально подробно регламентировать действия лиц, знающих в силу своего служебного положения конфиденциаль-

ную информацию об участниках рынка ценных бумаг, их планах и намерениях. Деятельность таких лиц должна быть подконтрольна государственным регулирующим органам. За нарушение существующих правил должны быть установлены штрафы и другие меры административного воздействия.

Построение информационно прозрачного рынка – первый шаг на пути создания эффективного рынка. На эффективном рынке ценные бумаги покупаются и продаются по ценам, очень близким к их инвестиционной стоимости. Инвесторы, стремящиеся извлечь выгоду из временной неэффективности рынка, своими действиями автоматически вызывают рост его эффективности. С внешней стороны (доступной общественному сознанию) эффективный рынок характеризуется следующими основными чертами:

- правовая и нормативная база рынка развита настолько, что наличие жесткого государственного контроля не сдерживает деловой инициативы профессиональных участников рынка;
- рынок обладает развитой инфраструктурой: на нем функционирует большое число профессиональных участников рынка, которые в результате справедливой конкуренции постоянно повышают качество и снижают себестоимость фондовых услуг, оказываемых клиентам;
- информационная система рынка хорошо развита и равнодоступна для всех его участников, которые имеют возможность получать любую открытую информацию по умеренным ценам;
- инвесторы обладают высокой инвестиционной культурой и аналитическими навыками (процент случайных инвесторов, которые не интересуются рынком, даже среди индивидуальных инвесторов довольно низок).

Чем больше аналитиков-профессионалов и самостоятельных экспертов будет на российском рынке, тем выше будет его эффективность, следовательно, тем в большей степени этот рынок сможет выполнять функцию обеспечения инвестициями экономики. В этом плане важнейшей задачей, встающей перед регулирующими органами, становится создание условий для повышения эффективности системы информационного обеспечения не только регулирующих органов, но и всех участников рынка.

Большой опыт в обеспечении информационной прозрачности регионального рынка ценных бумаг с использованием специально разработанных программно-технических средств наработан Москов-

ским региональным отделением ФКЦБ. Данные, накапливаемые в системе информационных ресурсов отделения и предназначенные для последующего раскрытия, передаются информационным агентствам – распространителям информации, в число которых входят РосБизнесКонсалтинг, Интерфакс-Дилинг, АК&М и ряд других. Согласно подписанным соглашениям агентства создают на основе полученной информации собственные базы данных и обеспечивают свободный и равный доступ всех заинтересованных лиц к этим базам через глобальную сеть Интернет.

Кроме того, Московским региональным отделением ФКЦБ создано собственное представительство в сети Интернет, через которое можно получить нормативно-правовые и методические документы, оперативные новости с рынка, а также другие сведения, предназначенные для распространения в соответствии с действующим законодательством.

В отделении создана автоматизированная информационная система, содержащая сведения об участниках рынка ценных бумаг, компаниях и лицах, совершавших правонарушения в данной сфере. На развитых рынках имеется большой опыт создания подобных систем. Например, в Англии в 1993 г. была введена в строй Единая информационная сеть по финансовому мошенничеству. Участниками данной сети являются только государственные финансовые и правоохранительные органы (Комиссия по ценным бумагам, Банк Англии, Полиция Скотланд-Ярда и др.). Данная сеть позволяет быстро обмениваться информацией о фактах мошенничества и более эффективно пресекать преступные действия.

В Москве информационная система, содержащая сведения о правонарушениях на рынке ценных бумаг, создавалась Московским региональным отделением ФКЦБ при участии Управления федеральной службы налоговой полиции РФ по г. Москве, Следственного управления и Управления по экономическим преступлениям ГУВД Москвы. Она предназначена для повышения уровня информационно-аналитического обеспечения и совершенствования процесса обмена информацией между контрольными и правоохранительными органами. Наличие системы, позволяющей государственным органам иметь полную, оперативную и точную информацию о рынке и его участниках, является необходимым условием высокой эффективности действия контролирующих и регулирующих органов.

На первом этапе перед разработчиками системы были поставлены задачи:



- обеспечения регламентированного доступа к существующим базам данных взаимодействующих организаций;
- разработки централизованной метабазы данных, включающей описание имеющихся информационных ресурсов;
- разработки совместной базы данных, в которую помещаются запросы и сведения о юридических и физических лицах, представляющих интерес для правоохранительных и регулирующих органов.

Конечной целью является создание полноразмерной и полнофункциональной межведомственной информационной системы для решения задач выявления на рынке ценных бумаг правонарушений путем комплексной автоматизированной обработки совокупности централизованных и распределенных данных, регулярно обновляемых организациями, за которыми они закреплены.

Кроме этого в Московском региональном отделении ФКЦБ на основе реестров и баз данных, ведущихся как в самом отделении, так и в ряде государственных организаций и подразделений Правительства Москвы, создана комплексная система собственных информационных ресурсов. Характерной особенностью исходных компонентов этой системы является высокая степень неоднородности, вызванная отсутствием единой системной политики их создания, в том числе на уровне города, что потребовало разработки специальных подходов и средств интеграции информационных ресурсов.

При создании системы использовались реестры и базы данных Московской регистрационной палаты, Департамента финансов г. Москвы, Мосгоркомстата, Москомимущества и другие, а также собственные реестры Московского регионального отделения ФКЦБ. В систему вошли реестры и базы данных, содержащие информацию об эмитентах ценных бумаг, выпусках и отчетах о размещении ценных бумаг, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, аттестованных специалистах, предприятиях, имеющих в уставном капитале долю Москвы и ряд других.

Для анализа событий и ситуаций на рынке ценных бумаг, финансово-экономического состояния эмитентов, связей и отношений, существующих между участниками рынка, в Московском региональном отделении ФКЦБ созданы автоматизированные средства:

- интегрированного поиска и обработки запросов по всем реестрам и базам данных, включенным в систему информационных ресурсов Московского регионального отделения ФКЦБ;

- статистического учета и обобщения хода выполнения основных функций подразделений Московского регионального отделения ФКЦБ по регистрации выпусков ценных бумаг, лицензированию и аттестации участников фондового рынка, контрольно-инспекционной работе;
- мониторинга хода торгов на организованном биржевом и внебиржевом рынке ценных бумаг;
- мониторинга сообщений средств массовой информации и информационных агентств с использованием средств лингвистического анализа текстов, включающих в свой состав механизмы настройки на предметную область "Рынок ценных бумаг";
- выявления и анализа существенных связей и отношений между юридическими и физическими лицами на основе реестра зарегистрированных юридических лиц;
- финансово-экономического анализа деятельности предприятий по данным бухгалтерской отчетности и другим показателям.

Дальнейшее развитие комплексной информационно-аналитической системы Московского регионального отделения ФКЦБ предусматривает ее интеграцию, с одной стороны, в общегородские информационные ресурсы, а, с другой стороны, – в информационные системы государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг в других регионах и на федеральном уровне. Таким образом, в целом опыт построения информационной системы регулирования рынка ценных бумаг в Московском региональном отделении ФКЦБ может послужить основой для развития общей федеральной системы информатизации процесса государственного регулирования рынка ценных бумаг.

### **Обеспечение безопасности участников рынка ценных бумаг**

По мере роста внешних долговых обязательств России неизбежно ухудшаются показатели стабильности ее экономики. Мировая финансовая система обладает мощным таранным эффектом. Объем только валютных сделок в ней превышает триллион американских долларов в день, что более чем вдвое превышает годовой ВВП России. В активных перемещениях этих гигантских финансовых ресурсов участвуют тысячи транснациональных и национальных банков, корпора-

ций, финансовых и брокерских компаний, инвестиционных институтов, пенсионных и паевых фондов. Они вооружены новейшими техническими средствами, финансовыми технологиями и продуктами, для которых не существует государственных границ.

С первых шагов к открытой экономике в стране были приняты меры по защите российской банковской системы от иностранного капитала. Предельная доля иностранного капитала в российских коммерческих банках была законодательно ограничена 12 %. Одновременно был налажен дополнительный контроль со стороны Центрального банка над деятельностью нерезидентов в сфере банковских операций. Высокая требовательность со стороны регулирующих органов обусловила осторожность со стороны нерезидентов, осуществляющих выход на российский рынок кредитно-депозитных услуг. Поэтому реально доля иностранных инвестиций в суммарной капитализации коммерческих банков на сегодня не превышает 5 %.

Аналогичная защита необходима и на рынке ценных бумаг, особенно в отношении профессиональных участников рынка, в совокупной капитализации которых доля участия нерезидентов составляет, по некоторым оценкам, более 80 %. Это свидетельствует о том, что отечественный капитал утратил ключевые позиции в инфраструктуре рынка ценных бумаг. Так как активность крупнейших профессиональных участников рынка напрямую зависит от намерений их зарубежных владельцев, последние фактически определяют тенденции развития отечественного рынка.

Защита рынка ценных бумаг необходима и в части контроля над распределением пакетов акций предприятий. В начавшемся очередном перераспределении собственности важнейшим инструментом объективно являются акции и другие ценные бумаги. Пользуясь своим преимуществом в знании правил построения, трансформации и оценки стоимости акционерных обществ, а также дешевизной ценных бумаг и острым дефицитом средств у государства, заинтересованные группы, как российские, так и иностранные, проводят стремительный передел собственности в свою пользу. Причем в ряде случаев пассивность российских инвесторов и государства привела к тому, что иностранные владельцы стали играть ключевую роль в целых отраслях народного хозяйства. Очевидно, что в целях защиты экономических интересов страны необходимо стимулировать увеличение доли отечественного капитала в стратегических отраслях промышленности, а также в секторе оказания фондовых услуг.

Отечественный рынок необходимо защищать не только от внешних, но и от внутренних дестабилизирующих факторов. Ста-

бильное развитие рынка возможно только при наличии доверия всех участвующих в сделках сторон к рыночным институтам. Поэтому контроль над соответствием отношений между участниками рынка требованиям действующего законодательства и нормативных документов становится важнейшим инструментом регулирования рынка. При этом регулирующие органы должны использовать два согласованных подхода:

- с одной стороны – наладить систему мониторинга рынка, раскрытия информации об эмитентах, сделках и профессиональных участниках рынка ценных бумаг, упорядочить проведение проверок, внедрить в практику прогрессивные стандарты аудиторской деятельности и оценки предприятий;
- с другой стороны – наладить координацию деятельности органов, регулирующих рынок ценных бумаг, с правоохранительными органами в вопросах правоприменения, противодействия финансовым аферам на начальном этапе их организации, разработать и внедрить систему профилактических мер.

Основным принципом обеспечения экономической безопасности на рынке ценных бумаг является максимальное раскрытие информации. Высокая наглядность и информативность раскрываемых сведений достигается за счет использования участниками рынка прогрессивных форм и методов учета и отчетности. Соответствие отчетности международным стандартам не только делает рынок и его участников информационно открытыми для регулирующих органов, но и повышает его привлекательность для инвесторов (как внутренних, так и внешних), которые получают возможность для анализа финансового положения и результатов деятельности всех участников рынка.

Дополнительный контроль со стороны негосударственных органов – независимых аудиторов – позволяет существенно сократить случаи злоупотребления или некомпетентности со стороны отдельных эмитентов и профессиональных участников рынка. Это способствует повышению защищенности и надежности частных инвестиций. Совершенствование форм учета и отчетности участников рынка, а также расширение перечня раскрываемых ими данных, направляемых в контролирующие органы, делает деятельность участников рынка легко поддающейся анализу и оценке, позволяет своевременно осуществить предупредительные меры и при необходимости применить штрафные санкции. Использование международных стандартов проведения аудита и составления аудиторских заключений позволяет решить ряд

проблем, связанных с проведением проверок участников рынка с целью выявления отклонений и нарушений. Проведенные независимыми аудиторами проверки облегчают осуществление текущего контроля над деятельностью участников рынка ценных бумаг со стороны регулирующих органов, позволяют наладить пруденциальный надзор.

Для эмитентов наряду с вопросами качественного аудита особо важной является объективная внешняя оценка предприятия, которую необходимо проводить каждый раз в ходе разработки проекта новой эмиссии. Без такой оценки продаваемые эмитентом ценные бумаги могут оказаться переоценены или недооценены. В первом случае такие бумаги могут не найти эффективного спроса, что поставит под удар начатые эмитентом инвестиционные проекты. Во втором случае бумаги могут быть быстро реализованы, однако при этом эмитент понесет потери вследствие того, что получит от эмиссии меньшую выручку, чем мог бы получить при качественной оценке.

Объективная оценка стоимости пакетов акций в равной степени важна и для инвесторов (особенно в случаях, когда ценные бумаги низколиквидны и не имеют постоянной рыночной котировки). Вследствие недостаточной развитости российского рынка проблемы с объективной оценкой акций имеют практически все эмитенты кроме двух десятков предприятий, ценные бумаги которых попадают в разряд «голубых фишек». Разрешение таких проблем позволит не только задать правильные ценовые ориентиры мелким инвесторам, часто не имеющим других возможностей оценить истинную инвестиционную стоимость ценных бумаг. Это также даст возможность крупным портфельным инвесторам скорректировать стоимость своей собственности и выработать оптимальную портфельную стратегию. Последнее будет способствовать привлекательности рынка ценных бумаг как объекта инвестирования, а значит – увеличит приток инвестиций.

Как известно, рынок ценных бумаг является одной из сфер, где нередко предпринимаются попытки легализации и отмывания теневых капиталов, мошенничества и других форм криминальной деятельности. Достоверная информация о суммарных размерах убытков, понесенных за 10 последних лет экономикой России от правонарушений на рынке ценных бумаг, пока отсутствует. Однако одни лишь потери российского населения от деятельности «финансовых пирамид» в 1994-1996 гг., по ряду экспертных оценок, составляют примерно 50 млрд. долл. В США, несмотря на самую жесткую в мире систему контроля над фондовым рынком, по официальным данным ФБР, ежегодные убытки от финансового мошенничества оцениваются в сумме 200 млрд. долл.

Правонарушения на рынке ценных бумаг являются серьезным фактором, препятствующим широкому привлечению частных инвестиций. Опрос фонда "Общественное мнение", проведенный осенью 1998 г. среди жителей разных населенных пунктов России, показал, что 30% из 1500 респондентов считают себя жертвами мошенничества, обмана или вымогательства на фондовом рынке, причем 11% пострадали от «финансовых пирамид». В Москве этот показатель значительно выше – 49% жертв преступлений за последние пять лет – это обманутые вкладчики и лица, понесшие материальные потери от иных финансовых афер.

К сожалению, пока регламентация мер защиты и юридической ответственности в значительной степени отстает от реалий российского рынка. Исторически становление рынка ценных бумаг в России происходило в условиях слабого развития персональных форм ответственности, т.е. уголовного, административного и гражданского видов ответственности. Действующие нормы предусматривали юридические санкции, в основном, в отношении юридических лиц. Однако борьба с преступностью на рынке ценных бумаг путем привлечения к ответственности исключительно юридических лиц во многих случаях неэффективна. Часто физические лица, по инициативе которых совершаются правонарушения, оставаясь безнаказанными, создают новые организации и продолжают осуществлять свою недобросовестную деятельность. Частично эта проблема была решена лишь на уровне Москвы после принятия в 1997 г. закона г. Москвы "Об административной ответственности за правонарушения в сфере рынка ценных бумаг". Предусмотренные законом санкции в виде предупреждений с предписанием об устранении нарушений к сроку, в том числе с опубликованием в средствах массовой информации, а также штрафов в размере до 1000 минимальных размеров оплаты труда, в совокупности с другими правами дали регулирующим органам действенные рычаги для наведения порядка на рынке ценных бумаг Московского региона.

Следственные органы нередко сталкиваются с серьезными трудностями при квалификации и доказывании мошенничества в финансовой сфере. Зачастую тот или иной факт мошенничества участника преступления стремятся представить как гражданско-правовое нарушение, поскольку стороны были связаны договорными отношениями. Однако такая квалификация мошенничества не всегда правильна, поскольку степень общественной опасности конкретного нарушения при наличии возможности квалифицировать деяние по тем или иным статьям УК часто требует применения мер как гражданско-правовой, так и уголовной ответственности. Эта проблема в настоящее время отчасти решена только в Москве, где по инициативе органов, регули-

рующих рынок ценных бумаг, создана и успешно функционирует специализированная система обучения работников правоохранительных органов. Если раньше, по признанию сотрудников налоговой полиции г. Москвы, они вынуждены были оставлять без подробного анализа сделки, связанные с ценными бумагами, то теперь ситуация существенно изменилась, приобретенные знания успешно используются в практической работе. В настоящее время Московским региональным отделением ФКЦБ совместно с сотрудниками Управления федеральной службы налоговой полиции РФ по г. Москве, Следственного управления, Управления по экономическим преступлениям ГУВД Москвы проводится активная деятельность по разработке способов выявления, квалификации и доказывания преступлений в сфере рынка ценных бумаг.

Опыт, полученный Московским региональным отделением ФКЦБ в деле выявления и предупреждения правонарушений на рынке ценных бумаг, позволяет сделать определенные обобщения, полезные для российского рынка ценных бумаг в целом. Так, тесное взаимодействие с администрациями и правоохранительными органами областей, находящихся в зоне компетенции Московского регионального отделения ФКЦБ, а также другими региональными отделениями ФКЦБ позволило накопить данные о работе московских компаний на территории всей России и допущенных ими нарушениях. Это особенно важно в современных условиях, когда основной объем профессиональной деятельности на рынках ценных бумаг в провинции осуществляется московскими компаниями и их филиалами.

Сравнительный анализ данных показывает, что различные по происхождению хозяйствующие субъекты в неодинаковой степени склонны к совершению нарушений. Например, из проверенных акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, можно выделить группу предприятий, приватизация которых осуществлялась посредством выкупа арендованного имущества. Этими предприятиями значительно чаще допускаются нарушения законодательства, чем акционерными обществами, приватизация которых проходила по первому и второму варианту льгот. Учет подобных факторов позволяет оптимизировать графики проверок, осуществляемых государственными регулирующими органами, и добиваться максимальной эффективности их проведения.

Анализ и систематизация аналогичных случаев позволили специалистам Московского регионального отделения ФКЦБ разработать методики для выявления как фиктивных акционерных обществ, так и обществ, предназначенных для легализации денежных средств и иного имущества, добытого незаконным путем. В целом можно констати-

ровать, что совместными усилиями правоохранительных органов Москвы и регулирующих органов в городе создана система надежной защиты московского рынка ценных бумаг от мошенничества и других экономических правонарушений. Осуществление эффективного контроля над соблюдением законности на рынке ценных бумаг стало возможным за счет организации оперативного взаимодействия Московского регионального отделения ФКЦБ с такими правоохранительными органами, как РУОП МВД РФ по г. Москве, РУОП МВД РФ по Московской области, УЭП ГУВД г. Москвы, УФСНП РФ по г. Москве, УФСБ РФ по г. Москве и Московской области. Между этими органами и Московским региональным отделением ФКЦБ действуют специальные соглашения, предусматривающие обмен информацией и взаимодействие при выявлении и пресечении правонарушений на рынке ценных бумаг.

Анализ случаев выявленных правонарушений показывает, что для незаконного извлечения прибыли чаще всего используются следующие приемы:

*в области создания, регистрации и функционирования акционерных обществ:*

- учреждение юридических лиц по подложным документам и на подставных учредителей, а также с использованием фиктивных адресов с целью получения возможности совершать анонимные сделки и проводки по расчетным и лицевым счетам, а также уклоняться от уплаты налогов;
- внесение в уставные капиталы крупных сумм наличными от физических лиц без декларирования источников их происхождения, которые часто на практике оказываются криминальными;
- создание компаний с фиктивными многомиллионными уставными капиталами и внушающими доверие наименованиями типа "Завод крупного машиностроения". Учредители таких компаний получают доход, не ведя никакой коммерческой или производственной деятельности, лишь за счет продажи акций своих компаний населению;
- использование мошеннических схем при реструктуризации и учреждении новых акционерных предприятий, когда одна сторона, будучи введенной в заблуждение, вносит в уставный капитал реальные активы, прежде всего – недвижимость, а другая – вносит по завышенной цене неликвидные акции и векселя компаний, за которыми фактически не стоит реальное имущество или имущественные права;



- расхищение имущества акционерных обществ их директорами путем создания системы дочерних аффилированных и псевдоаффилированных (в том числе зарегистрированных на подставных лиц) фирм с последующим заключением ряда фиктивных договоров;
- грубые нарушения прав мелких акционеров (в том числе членов трудовых коллективов и прочих граждан) со стороны крупных акционеров, влияющих на руководство предприятий, в частности, проведение незаконных схем «разводнения» капитала общества с целью фактического уменьшения долей частных инвесторов;
- проведение незаконных схем «разводнения» капитала общества с целью уменьшения доли государства;
- намеренно неправильный расчет собственного капитала в сторону его завышения перед планируемой продажей ценных бумаг предприятия внешним инвесторам, в том числе населению;
- неначисление эмитентами дивидендов по привилегированным акциям при наличии чистой прибыли, в том числе и по акциям, принадлежащим государству;

*в области обращения ценных бумаг и профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг:*

- незаконное использование информации о финансово-экономическом положении предприятий и организаций, составляющей служебную и коммерческую тайну, для проведения сделок в ущерб другим участникам рынка, не обладающим такой информацией;
- заключение мнимых и притворных сделок на фондовых биржах с единственной целью искусственного завышения или занижения цен и получения за счет этого прибыли. На развитых рынках такое нарушение трактуется как манипулирование ценами;
- осуществление операций с незарегистрированными в государственных органах суррогатами ценных бумаг, в том числе для создания «финансовых пирамид»;
- выпуск в обращение ценных бумаг сверх официально зарегистрированного количества;
- проведение незаконных операций с неземиссионными ценными бумагами, которые не подлежат государственной ре-

гистрации и с большей вероятностью могут быть не обеспечены реальными активами, в частности осуществление различных вексельных махинаций (подделка векселей, оплата векселей неучтенными наличными средствами и проч.);

- осуществление хищений путем списания ценных бумаг со счетов в реестрах по поддельным документам (подделка выписок из реестра, передаточных распоряжений, доверенностей, документов, удостоверяющих личность и др.);
- осуществление незаконной предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг, в частности, связанной с отсутствием лицензии на профессиональные виды деятельности;
- отмывание (легализация) средств криминального происхождения с использованием инструментов рынка ценных бумаг, в том числе путем демонстрации доходов, якобы полученных за счет курсовой разницы при удачных продажах акций предприятий, котируемых на биржевом и внебиржевом рынке.

Почти во всех случаях правонарушений на рынке ценных бумаг прослеживается одна общая особенность: лица, совершающие экономические преступления, наносят ущерб не только своим партнерам или инвесторам, покупающим ценные бумаги. Почти всегда они обманывают и государство, укрывая свои доходы. Серьезные правонарушения на фондовом рынке обычно сопровождаются нарушениями налогового законодательства. Поэтому в числе первых шагов по наведению законного порядка на рынке ценных бумаг должно быть налаживание взаимодействия регулирующих органов с органами налоговой полиции. Следственные полномочия и оперативные возможности налоговой полиции должны дополняться со стороны регулирующих органов их информационными и аналитическими возможностями.

Факты получения незаконных доходов и уклонения от налогов часто невозможно обнаружить традиционными методами. Для России многие из перечисленных выше приемов совершения правонарушений относительно новы, поэтому эффективной практики их обнаружения еще не наработано. Часто характерные признаки правонарушения может выявить только орган, осуществляющий государственное регулирование рынка ценных бумаг. Именно сюда стекается вся информация о деятельности акционерных обществ и операторов рынка. Анализ этих данных позволяет выявить подозрительные признаки в деятельности субъектов на рынке ценных бумаг.

Полномочия государственных органов, регулирующих рынок

ценных бумаг в России, носят, в основном, административный характер. Эти органы не имеют полномочий органов дознания и следствия и не вправе осуществлять оперативно-розыскную деятельность. Поэтому, сталкиваясь с признаками криминальной активности, они вынуждены обращаться в правоохранительные органы.

В целях профилактики и пресечения преступлений и правонарушений на российском рынке ценных бумаг необходимо на всех уровнях наладить четкое взаимодействие регулирующих органов с правоохранительными и контрольными органами. Система взаимодействия должна быть направлена на своевременное выявление фактов и предупреждение попыток мошенничества и других правонарушений в сфере рынка ценных бумаг, решать задачи защиты прав инвесторов, выявлять организации, не исполняющие своих обязательств перед инвесторами, помогать в розыске их имущества и денежных средств, анализировать причины преступлений на финансовом и фондовом рынках и выработать предложения по их устранению. В качестве источников информации кроме собственных информационных ресурсов регулирующих органов целесообразно использовать информационные системы правоохранительных и контрольных органов, а также других органов государственного управления.

Один из важных аспектов обеспечения безопасности участников рынка ценных бумаг заключается в снижении уровня инфраструктурных рисков и, прежде всего, рисков регистрации, а также рисков учета, поставки, хранения ценных бумаг и осуществления расчетов. С целью снижения этих рисков необходимы разработка и проведение политики, стимулирующей укрупнение регистраторов с постепенным слиянием небольших компаний, занимающихся регистрационной деятельностью. Наряду с этим следует повышать стандарты регистраторской деятельности и усиливать государственный контроль над ее проведением. Проведенные регулируемыми органами в 1996-1998 гг. проверки показали, что эмитенты, ведущие реестры самостоятельно, допускают гораздо больше нарушений, чем специализированные фирмы. Поэтому следует максимально ускорить процесс передачи ведения реестров независимым регистраторам.

Другие виды рыночных рисков могут быть снижены за счет разработки и внедрения стандартных процедур клиентского обслуживания и единых стандартов попечительской деятельности в депозитариях. При этом со стороны регулирующих органов целесообразно оказать организационную и рекламно-информационную поддержку процессу создания крупных депозитариев, оказывающих депозитарные услуги на уровне международных требований при одновременном снижении стоимости услуг.

Как показывает практика, при резком возрастании числа заключаемых на рынке сделок вследствие усложнения условий работы клиринговых и депозитарных систем значительно увеличивается риск срыва поставок. В результате ценные бумаги все чаще будут поставаться покупателям позже установленного срока поставки. При этом из-за постоянного изменения цен участвующие в сделках стороны будут нести финансовые потери. Разбирательство спорных ситуаций и ликвидация их последствий будут отнимать ресурсы у спорящих сторон и арбитражных органов. Можно прогнозировать, что при резком возрастании количества споров возникнет угроза выхода ситуации из-под контроля. В результате рост рынка окажется заблокированным.

Данный вид риска может быть снижен за счет унификации штрафных процедур. Этот вопрос должен решаться под контролем государственных регулирующих органов в рамках саморегулируемых организаций брокеров и дилеров. Участие государственных регулирующих органов в этом процессе требуется для того, чтобы способствовать установлению единых требований в рамках всего отечественного рынка ценных бумаг. Это позволит эффективно взаимодействовать членам различных профессиональных сообществ.

Очевидно, что в идеале расчетная система рынка ценных бумаг должна объединять в одном субъекте функции поставки ценных бумаг от продавца покупателю и функции передачи денег от покупателя продавцу, тем самым, реализуя принцип «поставки против платежа». Только одновременность встречных расчетов позволит обеспечить безусловные гарантии бесконфликтного исполнения сделки. Функцию встречных расчетов выполняют депозитарно-клиринговые организации.

В России пока отсутствует нормативная база, необходимая для функционирования таких организаций. Законодательство недостаточно подробно регламентирует клиринг и расчеты, относящиеся к сделкам с ценными бумагами. Поэтому важнейшей задачей в сфере регулирования рынка становится обеспечение условий для создания в России системы расчетов по ценным бумагам, соответствующей современным мировым требованиям.

Для подключения к рынку массового инвестора целесообразно создать двухуровневую систему клиринга. При этом крупные инвестиционные компании (компании первого уровня) должны осуществлять прямой клиринг друг с другом, проводя поставку ценных бумаг против платежа. Менее крупные профессиональные участники второго уровня, взаимодействующие непосредственно с индивидуальными инвесторами, должны иметь возможность осуществлять клиринг через

крупные компании. Реализация данной технологии существенно повышает надежность рынка. Это обуславливается следующими факторами:

1. Обеспечивается более строгий государственный контроль над размерами собственного капитала компаний первого уровня. Этот капитал должен превышать законодательно установленный для таких компаний минимум, рассчитываемый по специальной формуле. Государственные регулирующие органы должны ежедневно получать от таких компаний отчеты, подтверждающие, в частности, наличие достаточного собственного капитала. В случае опасного снижения собственного капитала какой-либо компании регулирующими органами должно выдаваться предписание на ограничение или прекращение клирингового обслуживания до момента ликвидации компанией возникших проблем.
2. Создаются условия для эффективного взаимного контроля компаниями-партнерами первого уровня качества проводимого клиринга. В случае задержек по поставкам ценных бумаг или платежам компании-партнеры, входящие в относительно узкий круг инвестиционных компаний, участвующих в клиринге, сразу же смогут выявить источник сбоев и принять адекватные меры.
3. Кроме инвестиционных компаний второго уровня, использующих крупные компании в качестве клирингового механизма, компаниям первого уровня целесообразно специализироваться на крупных клиентах и институциональных инвесторах. Это позволит им унифицировать элементы управления и снизить соответствующие издержки. Юридические лица, в отличие от индивидуальных инвесторов, имеют возможность осуществлять действенный контроль над оказываемыми им фондовые услуги компаниями. Кроме того, они всегда имеют большие возможности выбора компании-партнера, что позволяет избежать риска появления на первом уровне инвестиционных компаний с непрофессиональным руководством.
4. Вследствие того, что число компаний второго уровня может быть относительно велико, эффективность прямого государственного контроля над ними снижается. От таких компаний невозможно будет требовать предоставления ежедневной отчетности регулирующим органам, так как издержки на подобные процедуры для малых компаний могут оказаться не-

пропорционально большими. В этих условиях государственный контроль над ними должен дополняться контролем со стороны компаний первого уровня, осуществляющими клиринговые операции. Эффективность такого контроля гарантируется экономическим интересом компаний первого уровня, минимизирующих собственные риски.

5. В двухуровневой системе относительно неожиданно может произойти крах лишь в крайнем звене – в компании второго уровня. Однако такое событие не вызовет цепочки связанных банкротств, так как каждая компания второго уровня выходит на рынок только через компании первого уровня, обладающие большей устойчивостью.
6. Относительно небольшой размер общих потерь при банкротстве компании второго уровня позволяет обеспечить компенсацию финансовых потерь индивидуальным инвесторам из централизованных источников.

Снижение рисков в торговых системах должно осуществляться за счет повышения требований при проведении листинга. Чем большую безопасность участникам торгов обеспечивают правила торгов на площадке, тем строже на ней должны быть правила проведения листинга. Этот принцип, отчасти, в неявной форме реализовывался в докризисный период развития рынка. Анализ показывает, что, чем строже на площадках были правила торгов, тем меньшее число эмитентов могло преодолеть поставленные условиями листинга барьеры. Так, на московских биржевых площадках (ММВБ-МФБ) котировались ценные бумаги примерно 15 эмитентов, в системе РТС-1 – около 30, в РТС-2 – более 200, в РТС-3 – порядка 500. Всего же в информационной системе АК&М, в которой фиксируется спрос и предложение на российские ценные бумаги, было зарегистрировано около 2000 эмитентов, которые когда-либо выходили на публичный рынок. На новом этапе развития рынка необходимо сделать данный принцип более определенным. Регулирующие органы должны взять под свой контроль соблюдение правил проведения листинга и постоянно анализировать их соответствие совокупному уровню рисков совершения операций на каждой торговой площадке.

## **Образование и просвещение в сфере рынка ценных бумаг**

Уровень правовой и профессиональной культуры всех участников рынка ценных бумаг (эмитентов, инвесторов, посредников, надзорных и регулирующих государственных органов) имеет не меньшее значение, чем наличие эффективной правовой базы рынка. Поэтому

необходимость в создании развитой системы обучения представителей всех этих структур по правовым вопросам, а также в области современной теории и практики развития рынка, инвестиционного проектирования и использования инструментов привлечения финансового капитала очень велика. Низкая правовая культура государственных служащих в области рынка ценных бумаг не позволяет наладить эффективный государственный контроль над рынком. Отсутствие у специалистов предприятий-эмитентов необходимых знаний в вопросах работы на рынке инвестиций, связанные с этим ошибки и правонарушения тормозят процесс эмиссии ценных бумаг в целях привлечения капитала в производство. Поэтому заслуживает внимания первый в России опыт создания по инициативе органов, регулирующих рынок ценных бумаг в г. Москве, системы образования как для менеджмента и руководящего состава предприятий-эмитентов, так и для представителей государственных правоохранительных, регистрирующих, надзорных и судебных органов в части специфики рынка ценных бумаг.

Не менее важно значение образования в сфере рынка ценных бумаг и развития общей рыночной культуры среди населения. Недостаточная информированность инвесторов служит серьезным препятствием в принятии ими правильных инвестиционных решений. Чтобы рынок ценных бумаг заработал в полную силу, он должен получить активную поддержку снизу – от широких слоев инвесторов. Именно экономические интересы инвесторов, формирующих спрос на ценные бумаги, являются исходным стимулом развития рынка. Первым шагом на пути активного вовлечения населения в инвестиционный процесс является разворачивание разъяснительной и просветительской работы среди граждан. В ходе этой работы должно быть восстановлено доверие к рынку, пострадавшее в периоды крушения «финансовых пирамид» и массового банкротства банков, выработаны навыки, препятствующие вовлечению населения в неоправданно высокорисковые финансовые проекты.

Просветительская деятельность среди населения представляет собой целенаправленную работу, ориентированную на адекватное отражение в различных печатных изданиях имеющихся проблем фондового рынка, а также на разъяснение роли рынка ценных бумаг в экономике, преимуществ участия всех слоев населения в инвестиционном процессе, пропаганду основ грамотного инвестиционного поведения на рынке ценных бумаг.

Официальная статистика отмечает очень высокий уровень валютной составляющей в сбережениях населения. Корпоративные ценные бумаги, и, в первую очередь, акции российских предприятий, пока имеют у российских граждан очень ограниченный спрос. Данная

тенденция заметно усилилась на фоне происходящего в России финансового кризиса. Интерес к свободно конвертируемой валюте базируется на отношении населения к валюте, как к одному из самых надежных и доступных инструментов сбережения и накопления. Полной защиты от инфляции валютные накопления в последние годы не обеспечивают: темпы обесценивания рубля на относительно длительных интервалах времени отстают от темпов инфляции. Предпочтение, отдаваемое в этих условиях населением валютным накоплениям, свидетельствует о том, что население готово идти на снижение ожидаемого дохода от вложенных средств ради повышения надежности. Поэтому основной задачей просветительской деятельности среди населения должна явиться популяризация технологий, позволяющих добиться высокой надежности инвестирования средств в производственные предприятия. Реальные предпосылки для этого существуют, так как, несмотря на низкую среднюю рентабельность отечественного производства, оно демонстрирует относительно высокую устойчивость в отношении массовых банкротств.

У российского рынка ценных бумаг пока нет системной просветительской и имиджевой поддержки, ориентированной на население. Без этого существующие уже формы работы с населением на рынке ценных бумаг будут все время сталкиваться с трудностями в развитии, а само население может оказаться легкой добычей финансовых аферистов. Проведение целенаправленной государственной рекламно-имиджевой политики на рынке ценных бумаг требует реализации целого комплекса мероприятий, позволяющих гармонизировать этот процесс.

Основными целями проведения государственной рекламно-имиджевой политики являются:

- улучшение инвестиционного климата в стране;
- реструктуризация сбережений населения в сторону национальных финансовых инструментов;
- привлечение временно свободных денежных средств населения и институциональных инвесторов, в том числе иностранных, на рынок ценных бумаг;
- защита населения от любых форм финансового мошенничества, создание среды осознанного общественного неприятия сомнительных финансовых схем и предложений;
- пропаганда правовых знаний о рынке ценных бумаг;
- формирование и пропаганда среди различных слоев населения основ грамотного инвестиционного поведения;



- укрепление имиджа государства как эффективного собственника и надежного гаранта инвестиционных проектов;
- поддержка деятельности крупнейших приватизированных предприятий, имеющих для страны стратегическое значение;
- формирование образа столицы России – Москвы как одного из ведущих финансовых центров мира;
- пропаганда развития межрегиональных связей и программ по вопросам инвестирования и рынка ценных бумаг.

Для эффективного проведения государственной рекламно-имиджевой стратегии в области инвестиций и рынка ценных бумаг необходимо точно сбалансированное сочетание информационно-смыслового и образно-эмоционального методов воздействия. При этом должен использоваться широкий набор средств и каналов воздействия, а именно:

- публичные мероприятия и выступления руководителей регулирующих органов и иных представителей государственной власти;
- специальные образовательные программы, курсы и семинары по тематике рынка ценных бумаг и инвестирования;
- средства массовой информации, как печатные, так и электронные;
- средства видеoinформации;
- средства визуальной уличной и транспортной информации;
- средства компьютерной информации, включая CD-носители и Интернет;
- полиграфическая продукция, включая учебники и популярную литературу для различных слоев населения по тематике рынка ценных бумаг, а также продукты имиджевой направленности (календари, плакаты, открытки, марки, конверты, постеры и т.д.);
- разнообразная сувенирная продукция.

Наиболее распространенным средством информационного воздействия на профессиональных участников рынка, эмитентов и инвесторов являются печатные издания. Анализ публикаций по вопросам инвестирования и рынка ценных бумаг в периодической печати выявил два крайних с точки зрения массового читателя направления:

- с одной стороны, часто публикуются сложные для восприятия населения материалы, подготовленные профессионалами рынка ценных бумаг;
- с другой стороны, часто используются отпугивающие криминальные сюжеты с обязательным разделением участников описываемых историй на преступников и пострадавших.

Такая поляризация в информационном воздействии не только искажает реальную действительность, но и препятствует зарождению здорового интереса к рынку ценных бумаг у той части населения, которая по своим материальным возможностям могла бы включиться в реальный инвестиционный процесс. В связи с этим целесообразно:

- проводить через печатные периодические издания с широкой аудиторией информационно-просветительскую работу с акцентом на объективно существующие положительные стороны инвестиционного процесса;
- наряду с использованием периодических печатных изданий деловой направленности существенно расширить охват аудитории за счет изданий, предназначенных для подростков и домашнего чтения;
- проводить широкую разъяснительную информационную работу, тематика которой включает правила грамотного инвестиционного поведения населения, методики самостоятельной оценки экономической состоятельности тех или иных финансовых компаний. При этом информацию, исходящую из органов регулирования и контроля рынка ценных бумаг, следует максимально адаптировать и приближать к стилистике каждого из изданий;
- разъяснять особенности государственной инвестиционной стратегии, показывать и пропагандировать конкретные результаты реализации этой стратегии, информационно поддерживать наиболее значимые проекты, которые находятся в стадии реализации;
- распространять информацию о ведущих российских акционерных обществах, о том, каким образом они решают существующие экономические проблемы;
- рассказывать об эффективном управлении компаниями, в уставных капиталах которых есть существенная государственная доля, формировать имидж государства как эффективного собственника;

- пропагандировать историческое наследие дореволюционной России в сфере индивидуального и корпоративного инвестирования и предпринимательства, укреплять деловое самосознание населения на основе существовавших ранее уникальных деловых традиций.

Не менее важно проводить последовательную государственную рекламно-имиджевую политику на телевидении и в области распространения видеопродукции. В настоящее время эти каналы для очень большой части населения являются основными средствами получения текущей информации. На сегодняшний день на телевидении очень мало передач, популярно рассказывающих о рынке ценных бумаг. Вероятно, создатели подобных программ не смогли преодолеть проблем, связанных со сложностью освещения фондового рынка.

Анализ зарубежного опыта в данной области показывает высокий рейтинг популярности среди населения телепередач, освещающих вопросы инвестиций на рынке ценных бумаг. Они являются мощным стимулом вовлечения финансовых ресурсов населения в реальный экономический процесс. Проводимая с экранов телевизоров разъяснительная работа позволяет оградить наиболее неподготовленную часть потенциальных инвесторов от грубых ошибок и неоправданного риска, закладывает в массовое сознание основы грамотного поведения на рынке ценных бумаг.

Помимо регулярных телепередач значимыми и актуальными являются имиджевые видеоролики, посвященные разъяснению государственной политики на рынке ценных бумаг. Информация, встроенная в определенной последовательности в контекст образно-эмоционального видеоряда, позволяет укрепить в общественном мнении положительное восприятие инвестиционного процесса в стране, создает у населения ощущение хорошо отлаженного и регулируемого финансово-экономического механизма.

Основными направлениями проведения государственной политики в области телевидения и производства видеопродукции являются:

1. Создание ежедневных просветительских передач для населения по вопросам инвестиций и рынка ценных бумаг. В таких телепередачах необходимо подробно освещать реализацию наиболее важных для страны инвестиционных программ и проектов, деятельность крупнейших или социально значимых предприятий, а также фондовых центров по работе с населением. Современное состояние инвестиционных проектов должно дополняться сюжетами об истории акционерных

компаний, паевых обществ и предпринимательства в дореволюционной России. В телепередачи целесообразно включать выступления профессиональных участников рынка ценных бумаг, специалистов, занимающихся регулированием и контролем рынка, представителей правоохранительных органов, а также популярных личностей;

2. Производство презентационных видеокассет об истории российского рынка ценных бумаг, крупных и привлекательных для населения современных инвестиционных проектах, развитии крупнейших или социально значимых предприятий.
3. Производство и размещение на телеканалах и в кабельных сетях социально-имиджевых роликов, посвященных государственной политике в сфере инвестиций и рынка ценных бумаг. Видеоролики необходимо создавать по модульному принципу, где каждая секция в любой момент заменяется новой в зависимости от оперативной ситуации. Таким образом, 3-4 базовых ролика в течение года могут полностью трансформироваться в зависимости от развития тех или иных проектов или изменения задач.

Основные элементы инвестиционного образования должны прививаться со школы. Наряду с усилением контроля и укреплением законодательной базы на рынке ценных бумаг необходимо формировать у потенциальных инвесторов представление об устройстве, механизме функционирования и правилах инвестиционного поведения на рынке. Основными направлениями в области школьного образования являются:

- разработка школьных программ, включающих лекционную работу, посещение организаций – ведущих профессиональных участников рынка ценных бумаг (банков, брокерских и инвестиционных компаний, паевых фондов), тестирование учащихся, а также организацию деловых игр для наиболее подготовленных старшеклассников по тематике рынка ценных бумаг;
- создание учебного курса "Основы экономических знаний", разработка методических и дидактических материалов для преподавателей экономических дисциплин общеобразовательных школ, проведение для них циклов лекций;
- создание специализированного учебного курса "Введение в рынок ценных бумаг и основы грамотного инвестиционного поведения" для средних учебных заведений с углубленным изучением экономических дисциплин.

Российский рынок ценных бумаг относительно молод. Поэтому ему остро требуются менеджеры и специалисты, профессионально разбирающиеся в вопросах рынка ценных бумаг и инвестиционного консалтинга, включая проблемы оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятий, предэмиссионной подготовки компаний, выпуска и размещения дополнительных эмиссий, проведения грамотной дивидендной политики, формирования и поддержки вторичного рынка корпоративных ценных бумаг.

В России пока недостаточно высших учебных заведений, готовящих специалистов по специальностям, связанным с рынком ценных бумаг. По оценкам экспертов, количество зарубежных специалистов, привлеченных для работы на отечественном рынке ценных бумаг, возросло за 1997 г. в три раза. Очевидно, что в стране созрела необходимость для развития отечественных школ высшего профессионального образования в области ценных бумаг. Учебные программы этих школ должны базироваться не только на зарубежном опыте, но и на богатых традициях рынка ценных бумаг дореволюционной России.

Основными направлениями в области высшего образования по специальностям, связанным с рынком ценных бумаг, являются:

- развитие системы высшего профессионального образования по тематике рынка ценных бумаг для пополнения отечественными кадрами менеджмента и специалистов компаний, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг;
- развитие при ведущих экономических вузах страны научных школ по тематике рынка ценных бумаг и организации инвестиционного процесса;
- развитие высших учебных заведений со специальностями фондового рынка, которые могут стать базовыми для повышения квалификации работников государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг;
- подготовка управленческих кадров среднего звена с углубленным изучением рынков инвестиций и ценных бумаг для государственных органов управления собственностью.

Разнообразные формы дополнительного образования в области рынка ценных бумаг необходимы сегодня государственным служащим, сотрудникам налоговых органов, органов дознания, судьям и юристам. Специальные знания требуются также работникам предприятий – акционерных обществ для привлечения инвестиций с помощью механизмов рынка ценных бумаг. С целью создания системы допол-

нительного профессионального образования для перечисленных выше категорий служащих необходимо:

- разработать учебный курс "Рынок ценных бумаг – экономические и правовые аспекты" для работников правовых и судебных органов, сотрудников органов дознания, налоговых служб и налоговой полиции;
- наладить проведение семинаров для руководителей и специалистов предприятий – эмитентов по темам: "Ведение реестров владельцев именных ценных бумаг", "Подготовка и регистрация выпусков ценных бумаг акционерных обществ", "Проведение общих собраний акционеров", "Вывод акций предприятий на фондовый рынок" и т.д.;
- организовать проведение зарубежных стажировок для ознакомления российских специалистов с опытом регулирования, управления и контроля на развитых рынках ценных бумаг, а также с опытом защиты на них прав инвесторов.

При оценке инвестиционной привлекательности предприятий одним из основных показателей является история развития компаний. Пока же ведущие западные рейтинговые агентства, работающие в России, рассматривают отечественные компании с момента приватизации и не учитывают историю их создания и развития. Например, мало кому известно, что история развития компании "Мосэнерго" уходит корнями в дореволюционное прошлое и начинается в 1896 году с создания Центрального электрического общества в Москве.

Очевидно, что существует необходимость в проведении исследовательской работы в области рынка ценных бумаг и популяризации полученных материалов не только среди профессионалов рынка, но и среди широких слоев населения. В связи с этим очень важной является работа по организации выставочных проектов, поскольку они позволяют наглядно демонстрировать исторические корни рынка ценных бумаг, способствуют возрождению и становлению массовой финансовой культуры, основанной на отечественных фондовых традициях.

Основными направлениями в области исторических исследований и выставочной деятельности являются:

- проведение научно-исследовательской работы историками, коллекционерами, специалистами в области истории экономики, музейного дела и архивов;

- отражение результатов исследований в различных выставочных экспозициях и изданиях – книгах, брошюрах, справочниках и т.д.;
- систематизация информации, документов и ценных бумаг, хранящихся в отечественных музеях;
- проведение выставок, посвященных истории рынка ценных бумаг;
- организация просветительской работы в широких слоях населения, в том числе проведение публичных лекций и семинаров для частных инвесторов на базе центров всероссийского общества "Знание";
- координация работы ученых и специалистов в области музейного дела с целью пропаганды исторического опыта регулирования рынка ценных бумаг в России;

Доступ потенциальных инвесторов к информации по вопросам организации и функционирования рынка ценных бумаг возможен с использованием компьютерных систем и электронных средств связи. В целях пропаганды правил грамотного инвестиционного поведения, а также для популяризации рынка ценных бумаг в этой сфере необходимо:

- создать в сети Интернет сайты, обеспечивающие свободный доступ к нормативным и регулирующим документам для профессиональных участников, эмитентов и специалистов рынка ценных бумаг. Целесообразно также создать сайты, содержащие специальные разделы для частных инвесторов, где в популярной форме даются советы и рекомендации по различным проблемам организации, регулирования и функционирования рынка ценных бумаг. Здесь же должна содержаться информация для инвесторов о правонарушениях на рынке ценных бумаг и незаконных схемах работы тех или иных компаний с физическими лицами;
- создать перекрестные гипертекстовые ссылки между серверами различных государственных органов для организации единого информационного пространства по вопросам рынка ценных бумаг;
- разработать электронные справочники, обучающие программы и компьютерные игры на CD-носителях с использованием тематики и сюжетов рынка ценных бумаг.

В настоящее время в России практически отсутствуют популяр-

ные издания о рынке ценных бумаг и основах грамотного инвестиционного поведения для населения. Различными коммерческими структурами издано всего несколько книг и учебных пособий для школьников, основанных на опыте зарубежных стран. В связи с этим назрела необходимость подготовки и издания учебной и просветительской литературы. Основными направлениями деятельности в данной области являются:

- разработка и выпуск серии популярных изданий по вопросам инвестиций и рынка ценных бумаг, рассчитанных на различные слои населения;
- издание серии методических пособий для специалистов акционерных обществ, эмитирующих ценные бумаги, а также для работников судебных и правоохранительных органов;
- выпуск экспериментального курса лекций для старшеклассников "Введение в рынок ценных бумаг";
- издание научно-популярной литературы по истории рынка ценных бумаг.

Одной из наиболее важных задач развития отечественного рынка ценных бумаг является создание реальных возможностей для населения совершать операции с ценными бумагами. Решение этой задачи возможно, в том числе, путем предоставления консультационных и информационных услуг по широкому спектру вопросов в области рынка ценных бумаг. Основные направления работы в этой области:

- расширение сети фондовых центров для населения;
- использование возможностей фондовых центров для организации практического обучения школьников;
- подробное освещение деятельности фондовых центров в средствах массовой информации;
- подготовка и проведение на базе фондовых центров просветительских мероприятий.

Для практического развития в России всех перечисленных выше направлений образования и просвещения в сфере рынка ценных бумаг, а также развития рыночной культуры населения может быть полезен опыт Московского регионального отделения ФКЦБ. Оно одним из первых начало взаимодействовать с информационными агентствами Интерфакс, АК&М, Финмаркет и Росбизнесконсалтинг с целью обеспечения информационной прозрачности рынка ценных бумаг. Для ведущих печатных изданий в отделении стали регулярно готовиться пресс-релизы по всем важнейшим событиям на рынке ценных бумаг Москвы. Совместно с «Международным консультативно-



правовым центром по вопросам налогообложения» для освещения актуальных вопросов функционирования рынка ценных бумаг в городе Московское региональное отделение ФКЦБ начало издание специализированных выпусков журнала «Ценные бумаги: Учет. Налоги. Аудит».

В августе 1998 г. по инициативе Московского регионального отделения ФКЦБ был начат пилотный проект по массовому просвещению населения на рынке ценных бумаг средствами телевидения. В сетке теле вещания появилась ежедневная образовательная программа, освещающая основные понятия рынка ценных бумаг, его историю, правила поведения на нем и опасности, сопутствующие процессу инвестирования. Специальные выпуски посвящаются реализации наиболее важных для города инвестиционных программ и проектов, деятельности крупнейших или социально значимых московских предприятий, а также фондовых центров по работе с населением. Информация о современном состоянии инвестиционных проектов Москвы дополняется сюжетами об истории акционерных компаний, паевых обществ и предпринимательства города.

С целью проведения учебно-образовательной работы с подрастающим поколением в Московском региональном отделении ФКЦБ подготовлен экспериментальный курс лекций для старшеклассников «Введение в рынок ценных бумаг». В рамках этого курса разработана модель ролевой игры для старшеклассников «Фондовый рынок» и подготовлены основные элементы ее процедурного сопровождения: карта движения средств и ценных бумаг инвестора, карта учета выполнения приказов и вознаграждения брокера, примеры информационных сообщений, влияющих на изменение котировок ценных бумаг и т.д. Со школьниками проводятся лекции по основным понятиям рынка ценных бумаг, коллоквиумы с ответами на вопросы школьников, организуются посещения Московской фондовой биржи и ведущих компаний – профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В части подготовки программ для высшей школы разработан план учебного курса, в котором совмещены общеобразовательные и общеэкономические дисциплины, а также профессиональные предметы, максимально приближенные к практике российского рынка ценных бумаг.

В рамках единой системы обучения, созданной по инициативе Московского регионального отделения ФКЦБ, организованы и проведены циклы семинаров, в которых приняли участие около 500 руководителей и специалистов предприятий-эмитентов. Проблематика семинаров включала основные правила и стандарты деятельности акцио-

нерных обществ на финансовом рынке, а также вопросы правового характера. В ходе обучения рассматривались, главным образом, темы, касающиеся ведения реестров, подготовки и регистрация выпусков ценных бумаг, проведения общих собраний акционеров и вывода акций предприятий на фондовый рынок. Из тех специалистов, которые показали высокие результаты на первом этапе обучения, были сформированы группы для зарубежных стажировок.

Широкий общественный резонанс получил проведенный в октябре 1997 г. первый семинар по координации действий судебных и правоохранительных органов на рынке ценных бумаг. В соответствии с выработанными на нем рекомендациями было проведено около десяти специализированных учебных семинаров, в которых приняли участие сотрудники Следственного управления и УЭП ГУВД г. Москвы, Управления ФСНП РФ по г. Москве, РУОП МВД РФ по г. Москве, Управления юстиции, прокуратуры г. Москвы, Московского городского суда и Московского арбитражного суда.

Московское региональное отделение ФКЦБ совместно с Московским Правительством, Московской городской Думой, а также при участии ведущих музеев страны, историков-экономистов, а также частных коллекционеров подготовило выставку «Москва на фондовом рынке России XIX – начала XX вв.», которая прошла в июне 1998 г. в Московском государственном выставочном зале «Малый Манеж». В экспозиции выставки было представлено свыше 1000 уникальных документов, рассказывающих о становлении и развитии рынка ценных бумаг в дореволюционной России, об особой роли Москвы и московского биржевого сообщества в экономической жизни Центрального промышленного района и всей страны в целом. Отдельные разделы выставки были посвящены истории муниципальных займов и эффективной предпринимательской деятельности московских городских властей, их непосредственному участию в делах московской биржевой организации. Выставка оказалась в центре внимания фондовой общественности, в ее интерьере были проведены презентация годового отчета ФКЦБ России, заседания Московского фондового клуба и российской ассоциации профессиональных участников рынка НАУ-ФОР, «круглые столы» по проблемам построения национальной депозитарной системы и по вопросам безопасности на рынке ценных бумаг. К открытию выставки был выпущен красочный иллюстрированный буклет «Московский фондовый рынок дореволюционной России», подготовлена к изданию серия методических пособий для специалистов акционерных обществ, эмитирующих ценные бумаги, а также для работников судебных, правоохранительных и налоговых органов.

## Часть 4

### Приоритетные методы проведения государственной политики на рынке ценных бумаг

#### Прогрессивные методы широкомасштабного привлечения средств населения на рынок ценных бумаг

Из-за неразвитости российского рынка ценных бумаг основной доход на нем до настоящего времени инвесторы получали не в виде дивидендов, а в виде прироста курсовой стоимости в сильной степени недооцененных акций. Однако население в прежние годы не имело возможности воспользоваться этим источником получения дохода, так как весь профессиональный рынок был ориентирован на крупных зарубежных инвесторов. Большинство операций, совершаемых населением на рынке, в основном сводилось к одноразовой продаже акций, оставшихся на руках после приватизации. Использование прогрессивных методов широкомасштабного привлечения средств населения на отечественный рынок ценных бумаг должно исправить эту ситуацию.

Мелкие инвесторы должны получить свободный доступ к рынку, гарантирующий возможность в любой момент беспрепятственно купить или продать свои ценные бумаги по твердым ценам. Организация процесса привлечения средств населения требует создания по сути нового сектора инфраструктуры рынка, ориентированного специально на население. Таким шагом в направлении создания инфраструктуры, при которой население получает прямой доступ к операциям как на первичном, так и на вторичном рынке ценных бумаг, является создание системы фондовых центров.

Фондовые центры представляют собой систему организации рынка, при которой у граждан появляется возможность цивилизованного участия в деятельности рынка ценных бумаг, минимизируются организационно-технологические риски частных инвесторов, а также создаются максимально благоприятные условия для совершения сделок мелкими инвесторами. Центры выступают для населения в роли брокеров во всех имеющихся в России сегментах рынка ценных бумаг и на всех признанных торговых площадках. С созданием системы фондовых центров должно появиться место, где инвесторы не только получают возможность сделать вложения в фондовые ценности, но и в случае необходимости всегда смогут продать свои ценные бумаги.

В работу фондовых центров закладываются определенные принципы, которые отличают их от других форм привлечения средств граждан на рынок ценных бумаг. По задачам, функциям и возможностям система фондовых центров – абсолютно новое рыночное предложение в России. Его отличия от существовавших прежде форм работы с населением заключаются в следующем:

1. **Комплексность.** До возникновения фондовых центров в России не существовало фондовых площадок, где население могло бы получить весь спектр услуг на рынке ценных бумаг: от консультаций до осуществления сделок. Небольшое число фирм, работающих с населением, оказывало, как правило, отдельные виды услуг, объемы которых были несопоставимы с потребностями населения.
2. **Адресность и индивидуальный характер инвестиций.** Фондовые центры представляют возможность физическим лицам самим принимать конкретные решения по структуре своих инвестиций. Существовавшие ранее формы чековых и паевых инвестиционных фондов были неспособны привлечь основную массу инвесторов, поскольку исключали возможность влияния последних на процесс управления портфелем. Фондовые центры развиваются как структуры, в которых возможно прямое взаимодействие по линии: индивидуальный брокер – индивидуальный инвестиционный портфель клиента.
3. **Надежность предлагаемых инструментов и юридическая чистота операций.** Фондовые центры предлагают населению только те фондовые инструменты, которые легитимно обращаются на российском рынке ценных бумаг. Государственный контроль над работой центров исключает возможность проведения операций с суррогатами ценных бумаг, не предусмотренными российским законодательством, или с бумагами, не прошедшими соответствующую регистрацию.

Фондовые центры представляют собой своеобразные супермаркеты фондовых услуг, в которых любому желающему предоставляются следующие возможности:

1. **Информационно-консультационные услуги инвесторам.** В центрах проводятся бесплатные консультации населения по видам ценных бумаг и условиям их обращения, предоставляется разнообразная фондовая информация и информация об инфраструктуре рынка ценных бумаг, даются рекомендации по стратегии и тактике инвестирования и т.д.

2. **Консультационные услуги эмитентам.** В фондовых центрах проводится консультирование представителей эмитентов по вопросам, связанным с привлечением инвестиций посредством использования инструментов рынка ценных бумаг, осуществляется технологическая и техническая поддержка новых эмиссий. При проведении новых эмиссий фондовые центры выступают в роли их андеррайтеров, размещающих ценные бумаги среди населения.
3. **Услуги по продаже ценных бумаг новых эмиссий.** Клиентам даются консультации по оформлению заявок-договоров, производится оформление прав собственности на ценные бумаги, открытие лицевых счетов у реестродержателя, зачисление ценных бумаг на лицевые счета в соответствии с заявкой-договором, оформление сертификатов, выдача выписок из реестров.
4. **Услуги по продаже облигаций.** Центры обеспечивают заключение договора купли-продажи облигаций (в том числе государственных и муниципальных), оплату по договорам и выдачу сертификатов.
5. **Услуги по купле-продаже акций** предприятий и государственных долговых инструментов на российских торговых площадках – Московской межбанковской валютной бирже, Московской фондовой бирже, во внебиржевой РТС. Любой желающий может купить или продать в фондовых центрах ценные бумаги наиболее ликвидных российских эмитентов. При этом осуществляются как оформление всей документации по сделке, так и внесение изменений в реестры акционеров. На специальных мониторах посетители центров могут в реальном масштабе времени наблюдать за ходом торгов на ведущих российских фондовых биржах и в РТС.
6. **Агентские услуги по размещению и выкупу паев паевых инвестиционных фондов.** В центрах проводятся консультации по оптимальному выбору паевого фонда в соответствии с индивидуальными предпочтениями инвестора, оформляются заявки-договора, выдаются сертификаты и выписки из реестров. В соответствии с правилами паевых фондов центры ведут выкуп паевых долей у инвесторов.
7. **Услуги по продаже объектов государственной и муниципальной собственности** через систему специализированных денежных аукционов. Центры дают консультации по процедуре участия и объектам продаж с предоставлением полного

пакета документов (баланс, отчет о прибылях и убытках, план приватизации, официальное информационное сообщение, план-график проведения аукциона) и консультации по оформлению заявок, а также осуществляют формирование базы данных по участникам аукциона.

8. **Услуги по хранению ценных бумаг инвесторов, контролю над выплатой дивидендов, участию в голосовании и т.д.** По поручениям эмитентов фондовые центры осуществляют начисление и выплату держателям акций дивидендов с расчетом и удержанием подоходного налога (в том числе по доверенностям, завещаниям с регистрацией последних), составление для эмитентов отчетов по выплате дивидендов и авансовых отчетов. Они также проводят оформление заявлений от акционеров о льготном начислении дивидендов (без удержания подоходного налога).

На базе фондовых центров осуществляется широкая просветительская работа с населением, включающая проведение в специальных помещениях публичных мероприятий для инвесторов (лекции, семинары, конференции, презентации и т.д.). Там же организуются учебные занятия для школьников и учащихся профессиональных учебных заведений. Такие центры выполняют функции концентрации различных информационных потоков, важных для инвесторов. Это позволяет лучше раскрывать информацию о рынке, повышать качество и снижать стоимость оказываемых фондовых услуг. Фондовые центры занимаются отработкой методик работы с инвесторами, созданием и распространением разнообразных информационных продуктов для своих клиентов. Введение единых стандартов позволяет быстрее упорядочить рынок частных инвестиций, сделать его прозрачнее и эффективнее, дает дополнительные гарантии соблюдения прав инвесторов.

Для развития фондовых центров в России весьма полезным может оказаться московский опыт, накопленный за 1997-1999 гг. Здесь при непосредственной поддержке Московского регионального отделения ФКЦБ впервые в стране был запущен проект, предусматривающий создание разветвленной системы центров. Первый из фондовых центров – Московский фондовый центр (МФЦ) – был открыт 21 октября 1997 года. В начале 1999 г. функционировало уже три центра, а до конца 1999 г. будет открыто, как минимум, 5 новых центров. Всего проект расширения сети фондовых центров предусматривает создание девяти центров: по одному на каждый из административных округов столицы. Для организаций – профессиональных участников рынка ценных бумаг разработаны конкурсные условия для участия в

этом проекте, им предоставлена возможность получения соответствующих помещений. В целях поддержки проекта ведется большая рекламно-образовательная кампания среди населения, осуществляется централизованная программа подготовки специалистов. Стимулирование процесса создания новых центров со стороны государства осуществляется путем предоставления целевых кредитов на оборудование центров и участия в их уставных капиталах. При этом доля государства, как правило, оплачивается путем предоставления прав пользования помещениями.

К концу первого квартала 1999 г. общее количество клиентов московских фондовых центров составило более 9 тысяч. Столичные центры постепенно получают всероссийское признание, примерно 10% их клиентов составляют не москвичи. Совокупный объем сделок, совершенных клиентами через центры, превысил во втором квартале 1999 г. 200 млн. руб. Динамика прироста клиентской базы показана на рис. 9. В течение 1998 г. количество клиентов прирастало на 1 тыс. человек в среднем за 2,5 мес.

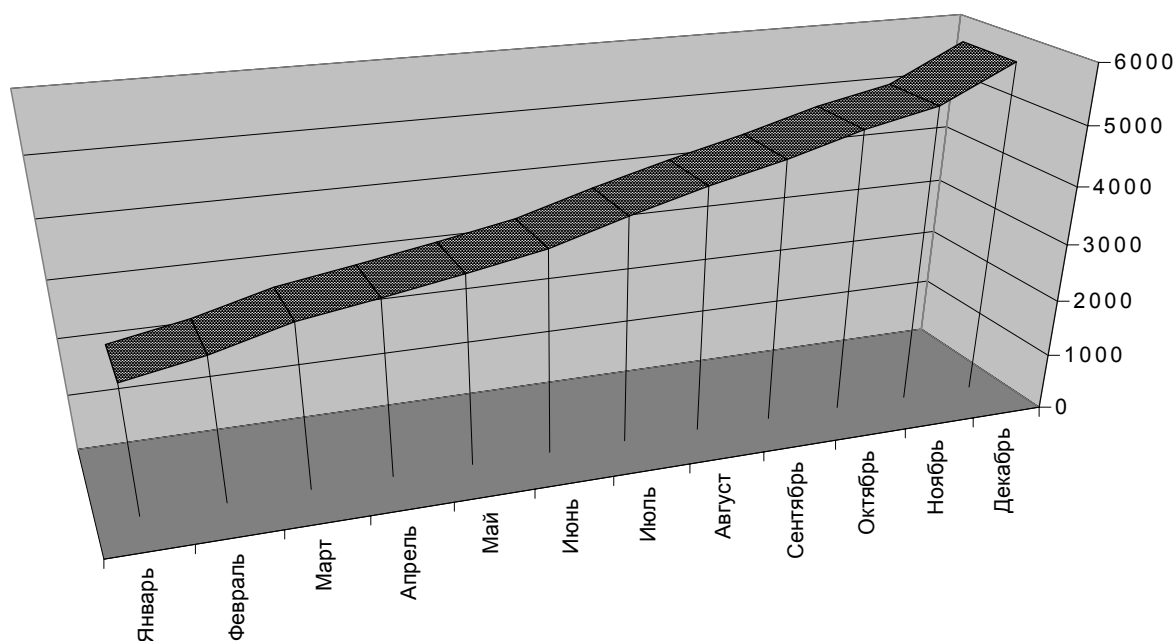


Рис. 9. Прирост числа клиентов фондовых центров в 1998 г.

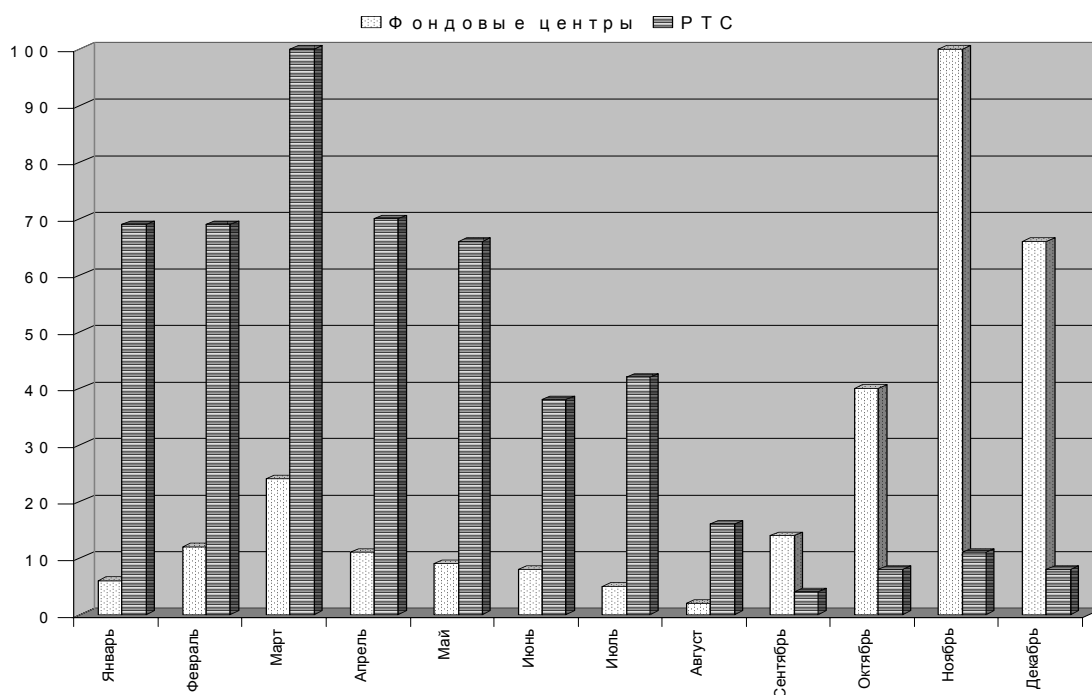


Рис. 10. Относительные обороты московских фондовых центров и РТС, %

С момента начала проекта обороты фондовых центров возрастают в среднем на 10-20 % в месяц. В 1998 г. центры продемонстрировали очень высокие темпы роста, которые особенно контрастны на фоне резкого снижения активности в РТС (см. рис. 10). Тенденции, которые хорошо заметны на данном графике, показывают, что под влиянием финансового кризиса рынок акций на РТС, формируемый, главным образом, за счет заказов крупных зарубежных инвесторов, во второй половине года вступил в полосу затяжной депрессии. Настроения российского частного инвестора, являющегося главным клиентом фондовых центров, оказались более индифферентными к кризису. После традиционного летнего снижения активности, которое, впрочем, характерно для финансовых операций населения в большинстве стран северного полушария, обороты сделок, совершаемых инвесторами, снова стали расти. Причем в последние месяцы года за счет дополнительного притока клиентов они существенно превысили показатели первой половины года. Активность частных инвесторов не смогла погасить даже новая волна финансового кризиса, связанная с объявлением дефолта, замораживанием ГКО и крахом ряда крупнейших российских банков. Это означает, что частный инвестор в сложных экономических обстоятельствах правильно оценил перспективы рынка акций крупнейших российских предприятий. Опросы, которые проводились в это время в фондовых центрах, свидетельствуют, что население на-



чало понимать: в отличие от других чисто финансовых и спекулятивных по сути инструментов за акциями приватизированных предприятий стоит реальный производственный капитал.

Особенности инвестиционного поведения российских частных инвесторов можно определить, сравнив диаграмму, показанную на рис.10, и приведенные на рис.11 графики, которые иллюстрируют изменение двух наиболее популярных российских фондовых индексов в 1998 г. Заметное увеличение активности инвесторов в марте и ноябре объясняется тем, что на частных инвесторов большое влияние оказывают средства массовой информации, резко активизирующиеся в крайних точках рынка. Такими точками в 1998 г. был конец весеннего периода, когда котировки акций достигли локального максимума, и середина осени, когда котировки пребывали в локальном минимуме.

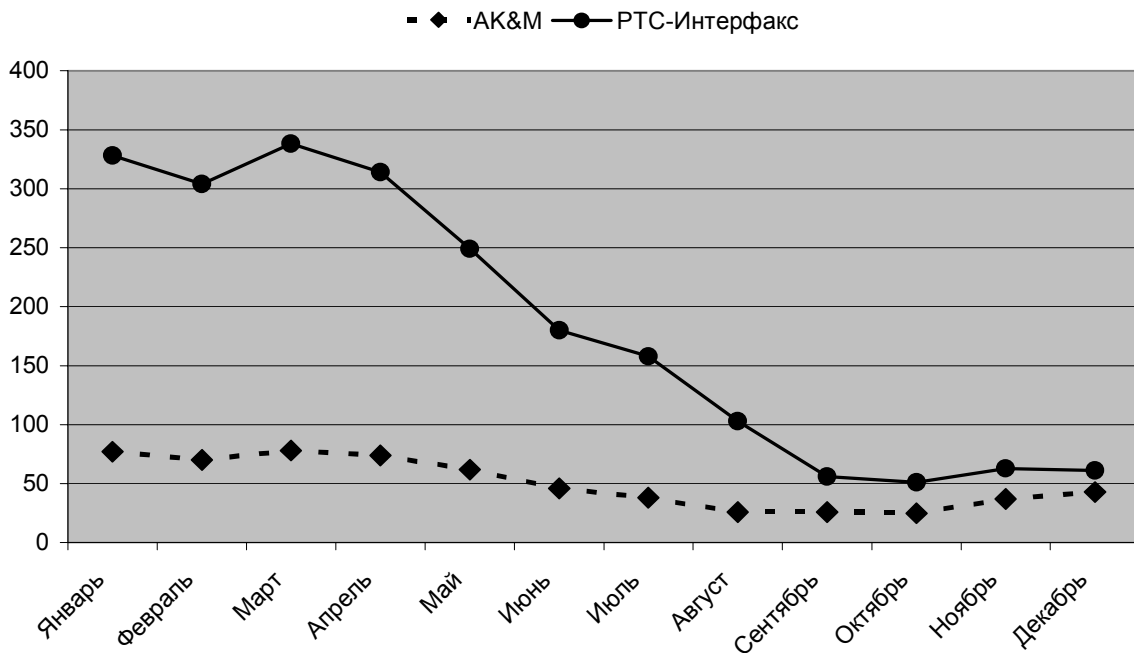


Рис. 11. Фондовые индексы российского рынка ценных бумаг в 1998 г.

В марте, вблизи рыночного максимума, покупки акций доминировали в связи с господствовавшим тогда мнением о продолжительном росте корпоративного рынка. Однако эта тенденция была задавлена финансовой политикой правительства, допустившего резкий рост доходности государственных облигаций. В результате клиентские средства стали перетекать на рынок госбумаг, что вызвало снижение оборотов рынка корпоративных бумаг.

Резкий рост активности в финансовых центрах в октябрь-ноябре, вблизи минимальных рыночных уровней, отражает тенден-

цию к массовой скупке инвесторами подешевевших акций в расчете на их дальнейшее подорожание. Существенное увеличение клиентского спроса на акции в дальнейшем действительно способствовало некоторому росту их котировок. Это свидетельствует о том, что частные инвесторы реально могут способствовать стабилизации рынка, не давая котировкам чрезмерно понизиться. В случае, если бы сектор частных инвестиций в России был более значительным, эффект от такой стабилизации был бы заметнее.

В целом, несмотря на углубление фондового кризиса, активность клиентов фондовых центров в 1997-1999 гг. устойчиво росла. Это означает, что рынок ценных бумаг привлекает все больше и больше частных инвесторов, причем в основном активных, постоянно следящих за значением котировок и оперативно реагирующих на изменение обстановки увеличением количества сделок. Это подтверждается также интересом, проявляемым к институту фондовых центров их потенциальными клиентами. В настоящее время более трети звонков по горячей линии редакции, ведущей подготовку телепередач по тематике рынка ценных бумаг, связаны с получением информации о работе фондовых центров, в то время как тематика обманутых вкладчиков, например, составляет менее шестой части всех поступающих звонков. Это позволяет прогнозировать, что при появлении первых признаков выхода из кризиса и росте активности в РТС и на фондовых биржах число клиентов центров дополнительно возрастет, так как подъем рынка будет способствовать привлечению новых слоев населения к инвестиционной деятельности.

Социологические опросы клиентов фондовых центров показывают, что основная масса инвесторов – это люди, имеющие высшее образование или получающие его. Мотивация почти половины инвесторов соответствует долгосрочным инвестиционным целям, что является важным стабилизирующим фактором для рынка (см. табл. 5).

ТАБЛИЦА 5

ДАННЫЕ СОЦИОЛОГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ СРЕДИ КЛИЕНТОВ  
ФОНДОВЫХ ЦЕНТРОВ В ОТНОШЕНИИ ОСНОВНОЙ МОТИВАЦИИ  
ИНВЕСТИРОВАНИЯ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ (В % ОТ СУММЫ)

Основная мотивация инвестирования	Кол-во инвесторов
Накопление средств для какой-либо цели	47
Желание поиграть на разнице курсов	29
Продажа акций, оставшихся после приватизации	24

Об этом же свидетельствуют данные анализа предпочтений инвесторов в отношении риска и доходности приемлемых для них инве-

стиций (см. табл. 6).

ТАБЛИЦА 6

ДАННЫЕ СОЦИОЛОГИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ СРЕДИ КЛИЕНТОВ  
ФОНДОВЫХ ЦЕНТРОВ В ЧАСТИ ПРЕДПОЧТЕНИЙ ПАРАМЕТРОВ  
«НАДЕЖНОСТЬ/ДОХОДНОСТЬ» (В % ОТ СУММЫ)

Предпочтения инвесторов	Кол-во инвесторов
Средний доход при средней надежности	63
Высокий доход при низкой надежности	12
Низкий доход при высокой надежности	25

Приведенные выше социологические данные получены по результатам анкетирования 508 клиентов, воспользовавшихся услугами фондовых центров в феврале 1999 г., что является достаточно репрезентативной для этого месяца выборкой.

Развитый рынок ценных бумаг требует высокоорганизованных торговых систем. Созданная четыре года назад в России РТС не обеспечивает операторам возможности заключать сделки внутри системы, так как является лишь своеобразной электронной доской объявлений, на которой продавцы и покупатели помещают свои заявки. Сами же договора купли-продажи оформляются ими вне системы. Причем отсутствует механизм контроля над тем, чтобы реальные цены сделок соответствовали тем ценам, которые были заявлены сторонами сделок в системе. Кроме этого, РТС не имеет встроенных механизмов, гарантирующих клиринг, расчеты и поставки ценных бумаг. В период искусственно созданного бума это не являлось существенной помехой в ее развитии. Поэтому объемы сделок в РТС быстро росли, достигая в пиковые дни сотен миллионов долларов. Однако в условиях депрессии обороты в этой системе упали более чем в сто раз – до 2-5 млн. долларов в день. РТС явно уступила позиции биржевым системам: МФБ и ММВБ (см. рис. 12).

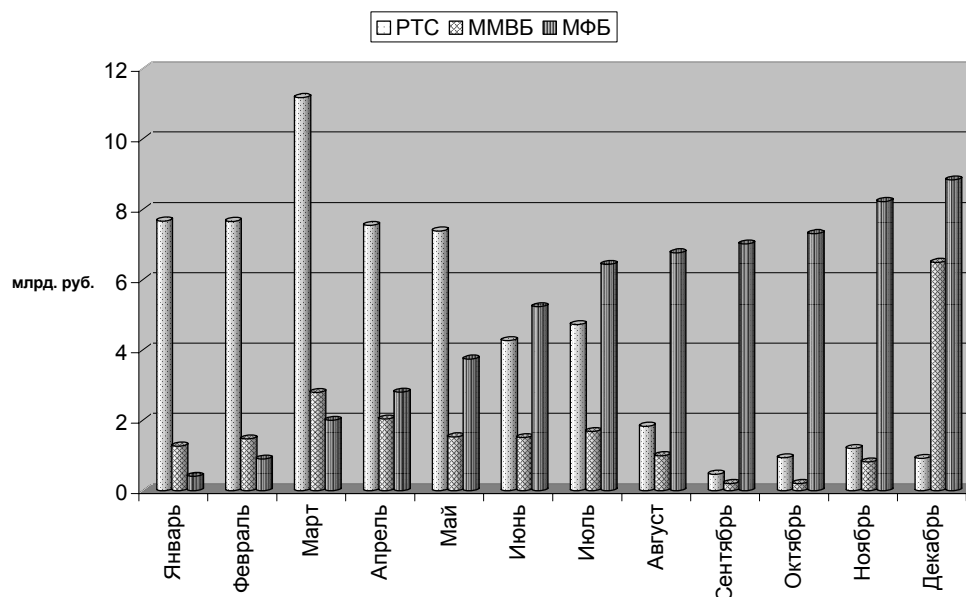


Рис. 12. ОБЪЕМЫ СДЕЛОК НА ВЕДУЩИХ ТОРГОВЫХ ПЛОЩАДКАХ В 1998 Г.

Не имея такой развитой сети операторов, как РТС, российские фондовые биржи привлекли профессиональных участников рынка, главным образом, тем, что обеспечили более низкие риски при заключении сделок. В условиях депрессии это оказалось решающим фактором, так как участники рынка перешли в такой режим работы, когда каждая заключенная сделка может оказаться решающей. Возможное неисполнение условий сделки одной из сторон при практическом отсутствии резервов способно подорвать ликвидность баланса пострадавшей стороны.

Очевидно, что наиболее приемлемой для российского рынка является такая система, которая соединяла бы в себе достоинства РТС и фондовых бирж. С одной стороны, такая система должна давать возможность быстро развивать сеть операторов, т.е. создавать разветвленную сеть брокеров, необходимую для обслуживания мелких инвесторов. С другой стороны, она должна обеспечивать возможность заключения сделок с гарантией по денежным расчетам и поставке ценных бумаг, т.е. минимизировать торговые риски. Наконец, такая система должна быть полностью электронной, автоматизированной и сетевой. Последнее условие является необходимым для того, чтобы предоставить возможность отдельным частным инвесторам, которые наиболее активно инвестируют на рынке ценных бумаг, самостоятельно выставлять свои заявки на покупку и продажу ценных бумаг.

Как было показано ранее (см. рис. 6), основной капитал в Рос-

сии имеет относительно небольшая группа инвесторов: 10-20% трудоспособного населения. Социологические исследования показывают, что основу этой группы составляют бизнесмены, менеджеры и высокооплачиваемые специалисты. Для этих групп характерен хороший доступ к информационным сетям. Поэтому чрезвычайно благоприятную перспективу имеет создание (при активной государственной поддержке) единого глобального агента по обслуживанию инвесторов в системе Internet с помощью современных электронных технологий, включающих расчеты с использованием так называемых "электронных денег".

Система Internet продемонстрировала в России очень высокие темпы развития. Первая электронная сеть под названием «Relcom» была создана в 1990 году. Сейчас она имеет узлы в 11 государствах СНГ. К середине 1996 года сеть «Relcom» уже имела выход на 140 городов и обслуживала более 350 тыс. абонентов. Сегодня кроме этой сети в России действуют сети Sovam Teleport, Sprint, GlasNet, FREEnet и более мелкие региональные сети. Число клиентов таких провайдеров, как «Демос» и «Россия ОН-ЛАЙН» ежемесячно увеличивается на десятки тысяч человек. Все они объединены системой Internet, которой в России пользуются уже более миллиона пользователей, располагающихся во всех крупных и средних городах. Пропускная способность каналов российского сектора Internet в 1995-1998 гг. росла очень быстро (за год увеличивалась в несколько раз). Пропорционально росло и число пользователей. Мониторинг пользователей сети Internet показывает, что число работающих в ней профессиональных программистов весьма незначительно (менее 10 %). Более половины пользователей сети – руководители среднего и высшего звена, а также предприниматели. Поэтому создание системы оказания фондовых услуг индивидуальным инвесторам по сети Internet является весьма перспективным способом широкомасштабного привлечения средств населения на рынок ценных бумаг.

Это позволяет создать хорошо доступную для инвесторов электронную торговую систему, цены на которой устанавливаются путем взвешивания спроса и предложения. Данный метод ценообразования позволяет минимизировать издержки для частных инвесторов при торговле мелкими пакетами акций. Использование такой системы выгодно, в первую очередь, для тех инвесторов, которые имеют намерение самостоятельно подавать заявки. При этом участие в торгах не требует высокого профессионализма. Инвестор лишь должен уметь сформировать заявку одного из известных типов, заполнив одну из имеющихся в системе форм.

Принципы работы такой системы аналогичны "четвертому"

рынку в США, который дает своим участникам возможность заключать сделки через компьютеризированную сеть напрямую, минуя посредников. Дилеры или брокеры, как таковые, для данной системы не требуются, хотя профессиональные участники рынка тоже могут принимать участие в торгах. Однако их действия в данном случае ничем не будут отличаться от действий непрофессиональных инвесторов. Фактически фирма-организатор системы сама выполняет функции лицензированного брокера, выполняющего заказы широкой массы частных инвесторов. Принцип действия электронной торговой системы для инвесторов состоит в следующем:

- торг по каждой ценной бумаге проводится в форме простого аукциона;
- перед проведением этого аукциона инвесторы по электронной сети передают фирме-организатору аукциона по каждому эмитенту заявки на покупку и продажу определенного количества ценных бумаг и указывают цены;
- все заявки поступают в компьютерную систему, в которой выстраиваются кривые спроса и предложения по каждой торгуемой ценной бумаге. Кривая спроса на ценные бумаги представляет собой графическую функцию зависимости количества акций, указанного в заявках на покупку, от предполагаемого курса покупки. Как правило, чем выше предполагаемый курс покупки, тем меньше инвесторов согласны приобрести ценные бумаги (т.е. кривая имеет наклон вниз). Кривая предложения ценных бумаг представляет собой графическую функцию зависимости количества акций, указанного в заявках на продажу, от предполагаемого курса продажи. Как правило, чем выше предполагаемый курс продажи, тем больше инвесторов согласны продать свои ценные бумаги (т.е. кривая имеет наклон вверх). Если рынок активен, кривые спроса и предложения рано или поздно пересекутся. В точке пересечения фиксируется оптимальный курс, устраивающий, как продавцов, так и покупателей. Именно при данном курсе достигается максимальный объем торговли, так как могут быть исполнены все заявки на покупку, курс которых не выше оптимального курса, и все заявки на продажу, курс которых не ниже оптимального курса;
- в течение всего времени подачи заявок все инвесторы могут получать оперативные сведения о размерах и стоимости поданных заявок. Эта информация анонимна, т.е. не содержит сведений о конкретном инвесторе, подавшем ту или иную

заявку. Каждый инвестор может, ориентируясь на складывающиеся формы кривых спроса и предложения, подавать любое число новых заявок или изменять цены в своих ранее поданных заявках. Он может также отзывать ранее поданные заявки, однако, с целью устранения условий для возникновения паники, отзывающий свою заявку инвестор обязан уплатить штраф;

- процедура подачи и регистрации заявок длится вплоть до установленного времени начала аукциона. После этого в системе автоматически определяется оптимальная цена и производится заключение сделок.

Электронная торговая система для инвесторов, построенная на описанных выше принципах, обладает следующими достоинствами:

- торги производятся по простой и справедливой схеме, понятной любому неискушенному инвестору. Это позволяет любому индивидуальному инвестору легко воспользоваться услугами системы;
- все участвующие в торгах инвесторы имеют доступ к одной и той же информации и по каждой ценной бумаге имеют одинаковый для всех оптимальный курс. В результате мелкие индивидуальные инвесторы получают в электронной торговой системе те же права, что и крупные институциональные инвесторы;
- все инвесторы имеют прямой доступ к электронному рынку, что позволяет избежать столкновения их интересов. Это выгодно отличает электронную торговую систему от обычного биржевого и внебиржевого рынка, на котором интересы профессиональных посредников нередко вступают в противоречие с интересами их клиентов;
- анонимность подаваемых заявок, которые обрабатываются исключительно компьютером, не дает возможность клиентам системы заключать внерыночные заявки;
- как свидетельствует опыт эксплуатации подобных систем за рубежом, стремление участвующих в торговом процессе действительно купить или продать ценные бумаги, а не вести биржевую игру способствует установлению наиболее справедливых цен;
- унификация процесса торгов позволяет резко снизить себестоимость заключения сделки. Например, на Фондовой бирже Аризоны, функционирующей по принципу электрон-

ной торговой системы для инвесторов, себестоимость на 1 акцию составляет 1 цент против 10-20 центов на обычных рынках с участием дилеров.

Как правило, электронные торговые системы для инвесторов создаются как полугосударственные структуры. Например, активно действующая в США и обслуживаемая частной фирмой Фондовая биржа Аризоны является общеамериканской торговой системой, которая была создана при финансовой поддержке штата Аризона. Аналогичную систему для мелких инвесторов в России целесообразно создать при поддержке и под контролем государственных регулирующих органов. Корпоративных партнеров государства в этом проекте следует определить по результатам публично объявленных конкурсов.

Причем, в отличие от американского варианта, российский вариант электронной торговой системы для инвесторов целесообразно создать в виде некоммерческого партнерства с несколькими, а не с одним негосударственным участником. Поэтому конкурс должен быть проведен на выполнение каждой отдельной функции: организации торгов, создания системы сбора заявок, проведения клиринга, депозитарного, расчетного и информационного обслуживания клиентов системы. Привлечение на выполнение каждой функции отдельной специализированной фирмы дает возможность добиться максимально высокого качества оказываемых этими фирмами услуг и избежать полной зависимости электронной торговой системы от одной частной структуры-монополиста.

Если упомянутая выше Фондовая биржа Аризоны ориентируется на оказание услуг, главным образом, институциональным инвесторам, то Российскую электронную торговую систему (РЭТС) следует сразу же ориентировать на частного индивидуального инвестора, имеющего свободный доступ к электронным средствам связи. Таким образом, она займет собственную рыночную нишу и не будет дублировать работу РТС, клиентами которой являются исключительно крупные профессиональные участники рынка. Ее основные отличия от системы РТС:

- наличие развитой системы клиринга для клиентов системы;
- обязательность 100-процентного депонирования клиентских средств (ценных бумаг или денег) перед совершением операции;
- наличие системы страхования сделок клиентов от неисполнения;



- относительно небольшой размер минимального лота, приемлемый для индивидуального инвестора;
- наличие расчетной системы, в которой клиент без задержек может закрыть свой текущий денежный счет и снять наличные.

Процедура обращения индивидуального инвестора в РЭТС может строиться следующим образом:

1. Инвестор, желающий купить ценные бумаги, депонирует в расчетной системе РЭТС необходимую для этого сумму денег. Причем он будет иметь для этого несколько возможностей: заполнив расходный ордер в сберегательной кассе или в обслуживающем его банке, воспользовавшись своей кредитной картой в специальном автомате или отдав соответствующий приказ по защищенной электронной сети.
2. Инвестор, желающий продать свои ценные бумаги, должен перевести их в депозитарий РЭТС.
3. Заявка на покупку или продажу может быть подана одновременно с переводом денег или ценных бумаг. Система выполнит ее автоматически в процессе проведения первого же аукциона, который состоится после поступления средств клиента в систему. Вторым случаем предусматривает участие инвестора непосредственно в аукционе РЭТС. При этом заявка подается перед аукционом по электронным сетям.
4. После проведения аукциона продавец может сразу же перевести на свой счет или получить наличными свои деньги. Покупатель может отдать приказ перевести свои ценные бумаги в другой депозитарий либо оставить их на хранении в депозитарии РЭТС.

## **Управление государственными долями собственности в акционерных обществах**

Постановка вопроса о необходимости повышения эффективности управления государственными долями собственности в акционерных обществах обусловлена экономическими факторами. В настоящее время в Российской Федерации, как правило, одинаково неэффективно управляются объекты всех видов собственности, как государственной, так и частной, а также смешанной. Отдельные примеры успешного развития предприятий связаны не столько с тем, какой вид собственности они представляют, сколько с качеством управления ею.

Убыточными являются свыше 50% предприятий и организаций всех форм собственности.

Относительно высокая доля участия государства в экономических структурах характерна не только для постсоциалистических стран с переходной экономикой, но и для стран с развитой экономикой (см. табл. 7).

Анализ данной таблицы позволяет сделать выводы:

- для европейских стран с присущей им моделью развития характерна более высокая доля участия государства в экономике, чем для США;
- переходный этап развития экономики, который переживают развивающиеся страны, характерен увеличением доли государства в экономике.

ТАБЛИЦА 7

Доля ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(ВКЛЮЧАЯ АКЦИОНЕРНЫЕ ОБЩЕСТВА С УЧАСТИЕМ ГОСУДАРСТВА)  
В ВАЛОВОМ ВНУТРЕННЕМ ПРОДУКТЕ, В %<sup>31</sup>

Индустриальные страны в целом (1982)	9,0
США*	1,3
Германия*	10,4
Великобритания*	11,0
Франция*	13,3
Италия*	14,0
Индустриальные страны в целом (1988)	менее 7
Развивающиеся страны в целом (1982)	около 11
Развивающиеся страны в целом (1990)	более 11

\*Данные за 1981 г.

Таким образом, можно сделать вывод, что для России, тяготеющей к европейской модели развития и пребывающей в переходном этапе развития, высокая доля государственной собственности, исходя из опыта других стран, является экономически предопределенной.

На начало 1998 г. удельный вес негосударственных предприятий в общем объеме промышленного производства в России соста-

<sup>31</sup> Мировой банк. Техника приватизации государственных предприятий. Часть 2. – М.: Прогресс, 1994. – С. 46.

вил 89,6%. В настоящее время государство участвует в капитале примерно 4 тыс. корпоративных предприятий, причем в 2,5 тыс. из них его доля превышает 25% уставного капитала. В отношении 580 акционерных обществ государство использует специальное право «Золотая акция».

Управление этими предприятиями с точки зрения интересов государства нельзя назвать эффективным. За 1998 г. в федеральный бюджет перечислили дивиденды только 273 предприятия, пакеты акций которых находятся в государственной собственности. При этом ими начислено дивидендов на сумму 598 млн. руб., а перечислено лишь 487 млн. руб. Большая часть суммарного объема дивидендов (83,3%) получена всего лишь от трех предприятий: РАО «Газпром», РАО «ЕЭС России» и АК «Транснефть».

В литературе, как правило, рассматриваются три возможные модели управления государственными долями собственности в акционерных обществах:

1. Американская модель, которую используют в основном страны с незначительной долей государства в производственном секторе. Для этой модели наиболее характерна передача государственных пакетов акций в контрактное управление частным управляющим компаниям. Кроме этого, как особая организационная форма управления государственной собственностью существуют так называемые «публичные корпорации», которые непосредственно подчинены соответствующим отраслевым департаментам и министерствам. Капитал таких корпораций не делится на акции, поэтому они полностью находятся в собственности государства.
2. Итальянская модель, характерная для стран с наиболее высокой долей государственной собственности. Основная форма управления государственными долями в этой модели связана с созданием многоотраслевых государственных холдинговых компаний (межведомственных комитетов по экономическому и промышленному планированию), подчиненных непосредственно Министерству государственного имущества. Ниже по вертикали располагаются государственные холдинговые компании второго уровня, которые участвуют в акционерных капиталах отраслевых холдинговых компаний, а через них или напрямую в акционерных капиталах конкретных производственных компаний, для которых характерна смешанная (с участием государства) акционерная собственность.

3. Смешанная модель управления государственными долями собственности в акционерных обществах используется в таких странах как Великобритания, Германия и Франция. В разных странах она имеет свои особенности:

В Великобритании распространены преимущественно публичные корпорации. Акционерные общества с исключительным участием государства и смешанные акционерные общества встречаются относительно редко. Широко используется система контрактов частных компаний на управление государственным имуществом. При приватизации практиковался выпуск специальных акций, оставшихся в собственности государства, ограничивавших права вновь созданных акционерных обществ (например, на изменение устава) и являвшихся не столько инвестициями государства, сколько инструментом воздействия на общества (аналог «Золотой акции» в России).

В Германии чаще всего встречаются акционерные общества с исключительным участием государства и смешанные акционерные общества (публичные корпорации имеют единичные примеры). Широко используется форма холдингов со смешанным участием частного капитала и государства. Деятельность данных акционерных обществ с федеральным участием регулируется федеральными отраслевыми министерствами, деятельность обществ с участием Земель – министерствами финансов Земель. Известен опыт создания специализированных государственных агентств для реструктуризации компаний, подготовки их к продаже, включая пакеты акций, находящихся в государственной собственности (например, Treuhandanstalt в Восточной Германии).

Во Франции широко используются как форма публичных корпораций, так и акционерные общества с исключительным участием государства и смешанные акционерные общества. Широко распространена также форма холдингов со смешанным участием частного капитала и государства. В схеме управления государственными долями действует исключительно сложная, перекрестная система государственных органов, регулирующих деятельность конкретных акционерных обществ с контрольным государственным участием (опека со стороны Министерства экономики и финансов, отраслевых министерств, Бюджетного, Казначейского и Конкурентного управлений и т.д.).

Анализ международного опыта управления государственными долями собственности в акционерных обществах показывает, что при выборе конкретной модели необходимо, прежде всего, обращать внимание на соответствие особенностей модели специфике национальной

экономики. Нередко использование совершенно противоположных по принципам построения моделей в разных странах позволяет добиться одинаково хороших результатов: предприятия со значительной долей государства в уставном капитале добиваются производительности выше среднеотраслевой (США и Италия). С другой стороны, иногда в рамках одной и той же модели в разных странах экономические результаты, достигаемые контролируруемыми государством предприятиями, существенно различаются (угольная отрасль в Великобритании дотируется государством, а в Германии приносит прибыль).

Сравнительный статистический анализ результатов деятельности предприятий с государственным участием и полностью частных фирм в разных странах не позволяет сделать вывод, что частные акционеры обеспечивают более эффективный контроль над деятельностью директоров или менеджеров, чем органы государственной власти. Одинаково неверными оказываются обе крайние позиции, согласно которым собственность на средства производства может быть либо только государственной, либо только частной. В каждом конкретном случае важна экономическая эффективность. В развитой экономике вмешательство государства обычно оправдывается тогда, когда доказывается его необходимость.

С одной стороны, государственная собственность не всегда заведомо неэффективна. С другой стороны – наличие частной собственности, само по себе, не обеспечивает высокой эффективности. Об этом свидетельствует экономическая история Великобритании, в которой процессы приватизации и национализации протекают параллельно друг другу. Собственный опыт России, когда после осуществления массовой приватизации не появился эффективный собственник, и кризисные явления в производстве набрали новую силу, также является иллюстрацией приведенного в данном абзаце тезиса.

Решающим критерием в вопросе выбора рациональной формы собственности является четкое разделение прав собственности и их соответствие экономической эффективности. При социализме государственная собственность была неэффективной потому, что носила неконкретный характер, юридически не имела четких характеристик, позволяла субъективно распределять продукт и доход. Это не недостаток государственной собственности, как таковой, а лишь порок той формы, в которой она существовала. При смещении прав собственности, присущем советской экономике, любое предприятие одновременно принадлежало государству в целом, министерству, местным властям, директору и разного рода полукриминальным группам.

Смещение форм собственности в России не было ликвидирова-

но с приватизацией, то есть с формальным переходом к частной собственности. И сегодня основная проблема сводится к контролю собственника над предприятием и правильному распределению доходов от собственности между собственником и его агентами, то есть управляющими, партнерами, совладельцами. Как государственная, так и частная собственность эффективна лишь в том случае, если обеспечивается надежный контроль над этим распределением.

В настоящее время при владении работниками 51% акций контроль над предприятием, как правило, захватывает директор и его окружение. Если им это не удастся, то фонды предприятия начинают перемещаться в личную собственность данной группы по другим каналам. В любом случае собственность большинства работников становится фиктивной.

В сложившихся условиях в России только государство обладает необходимым набором исходных качеств, чтобы стать эффективным собственником на тех предприятиях, где есть государственная доля. За счет централизованной организации жесткого контроля над менеджментом предприятий оно способно заблокировать практику перекачки прибыли в частные карманы. Выступая в роли активного акционера, государство может обеспечивать соблюдение прав других акционеров (в том числе мелких частных инвесторов) за счет более эффективного представления их интересов. Если государство не сможет наладить систему контроля и управления своими активами, права собственника останутся у директората и промышленного управленческого аппарата. В результате будут законсервированы уродливые формы управления, когда руководители акционерных обществ присваивают себе право распоряжаться чужими капиталами. Будучи верховным социальным субъектом, государство не имеет права находиться в стороне от реорганизации производственных отношений – основы национальной экономики.

В ряде случаев эффективный собственник на приватизированных предприятиях не может появиться только потому, что эти предприятия не интересуют крупных инвесторов. Негосударственные организации, как показала практика, проявляют интерес к приобретению предприятий либо сырьевых отраслей, либо имеющих крупный гарантированный заказ, либо обладающих технологическими разработками мирового уровня. Реального платежеспособного спроса на остальные предприятия в России нет. Поэтому только государство в современных условиях может стать эффективным собственником для большинства крупных и средних предприятий, не попадающих в перечисленные выше группы.

Управление государственной собственностью должно обеспечить такое ее развитие, чтобы в максимальной степени компенсировать слабость частного сектора там, где мотивация для частного капитала оказывается недостаточной. В целом в тех случаях, когда государство является титульным собственником, оно должно стать равноправным участником хозяйственных процессов и обязано обеспечить эффективное управление своей собственностью.

Государственная политика управления долями собственности в акционерных обществах должна преследовать цели:

- максимизация неналоговых доходов бюджета на основе эффективного управления государственной собственностью, создающая предпосылки для снижения общей налоговой нагрузки на предприятия;
- оптимизация структуры собственности на предприятиях в интересах обеспечения устойчивых предпосылок для выхода экономики из кризиса, осуществление институциональных преобразований путем реструктуризации предприятий;
- стимулирование развития производства, повышение конкурентоспособности предприятий со смешанной формой собственности, улучшение общих финансово-экономических показателей предприятий путем направленного воздействия на экономическую политику предприятий, использование государственных активов в качестве инструмента для привлечения инвестиций в реальный сектор производства;
- обеспечение выполнения предприятиями общегосударственных функций (оборона, безопасность, социальные программы, регулирование естественных монополий);
- оптимизация управленческих затрат путем сокращения расходов, связанных с управлением, и создания условий, в которых предприятия будут характеризоваться хорошей управляемостью.

Для реализации этих целей управления государственными органами должны решаться следующие задачи:

- полная инвентаризация пакетов акций, принадлежащих государству, построение системы учета долей в акционерных капиталах, разграничение и оформление прав на них;
- классификация принадлежащих государству пакетов акций по признакам, определяющим специфику управления;

- совершенствование системы управления государственными долями на базе современных методов и финансовых инструментов, детальной правовой регламентации процессов управления;
- оптимизация структуры государственного портфеля ценных бумаг с точки зрения количества и качества находящихся там активов, переход к пообъектному управлению каждым пакетом акций;
- постановка целей государственного управления по каждому предприятию или группе родственных предприятий, ценные бумаги которых находятся в государственном портфеле ценных бумаг;
- обеспечение прав государства как акционера в корпоративных предприятиях, обеспечение контроля над размерами государственной доли при выпуске новых эмиссий;
- обеспечение контроля над использованием и сохранностью имущества предприятий с государственной долей участия, а также над деятельностью менеджмента на этих предприятиях;
- постоянный поиск дополнительных резервов увеличения бюджетных доходов за счет внедрения наиболее прогрессивных методов управления и повышения эффективности управления.

В деле создания общефедеральной системы управления государственными долями собственности в акционерных обществах определенную пользу может оказать изучение московского опыта, полученного за последние годы. Уже сегодня построенная здесь система является наиболее эффективной по сравнению с другими регионами. Например, из перечисленных за 1998 г. в государственный бюджет дивидендных платежей 86% поступили от московских предприятий. Москва владеет пакетами акций примерно 600 акционерных обществ, причем примерно в половине случаев городу принадлежит контрольный пакет или блокирующий пакет акций (см. табл. 8).

Для портфеля города характерна очень высокая концентрация: на 10 наибольших в абсолютном выражении долей в уставных капиталах приходится около 88% от номинальной стоимости инвестиционного портфеля. Наряду с приватизированными предприятиями, такими как «ЗИЛ» и «Мостелеком», значительную долю портфеля занимают такие вновь созданные предприятия как «Гостинный Двор» и «Манежная Площадь», что свидетельствует о высокой инвестицион-



ной активности Правительства Москвы.

ТАБЛИЦА 8

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОЛЕЙ ГОРОДА В УСТАВНОМ  
КАПИТАЛЕ ПРЕДПРИЯТИЙ  
(В ПРОЦЕНТАХ ОТ ОБЩЕГО КОЛИЧЕСТВА В ПОРТФЕЛЕ ГОРОДА)

Величина доли города	Кол-во предприятий
5 % и менее	7,9
от 5% до 25 % включительно	45,7
от 25% до 50 % включительно	31,4
свыше 50 %	15,0

С точки зрения города как особого вида собственника, выполняющего многие социально-экономические функции, эффективность деятельности предприятий с долями города целесообразно рассматривать с трех основных позиций:

1. С позиции реализации интересов города как акционера. В этом качестве собственник должен регулярно проводить анализ поступлений доходов от владения городскими пакетами акций (дивиденды, рост курсовой стоимости) и оценивать эффективность хозяйственной деятельности (прибыльность) предприятий. Также целесообразно регулярно проводить оценку рынка акций предприятий. На предварительном этапе следует определить структуру акционерного капитала обществ и выявить возможное наличие групп акционеров, проводящих политику, ущемляющую интересы города.
2. С позиции реализации фискальной политики города. С этой позиции должна проводиться регулярная оценка взаимоотношений хозяйственных обществ, в том числе с долей города, и городского бюджета. По результатам должна определяться своевременность и полнота перечисления налогов и иных обязательных платежей в бюджет города. Целью такого анализа является выявление потенциальных возможностей расширения налогооблагаемой базы за счет увеличения ассортимента выпускаемой продукции, повышения объемов реализации и т.д.
3. С позиции реализации задач социально-экономического развития города. С этой позиции по каждому предприятию проводится оценка, обеспечивает ли оно в достаточном количестве город рабочими местами, каков средний размер оплаты труда работников предприятия, предоставляются ли работ-

никам социальные гарантии и льготы и т.д. С точки зрения экономической отдачи для города оцениваются масштабы хозяйственной деятельности предприятий относительно соответствующей городской отрасли. Анализируется круг поставщиков и покупателей готовой продукции предприятий, определяется степень вовлеченности предприятий в хозяйственный оборот города.

Учитывая необходимость совместного использования перечисленных подходов к оценке эффективности управления московскими долями собственности в корпоративных предприятиях, модель такого управления целесообразно строить на следующих принципах:

- непрерывное совершенствование работы специализированных звеньев в департаментах Правительства Москвы и Московском региональном отделении ФКЦБ, обеспечивающих управление городскими долями в уставных капиталах предприятий;
- ускоренное развитие нормативной базы, регламентирующей процессы управления долями, а также контроля над социально-экономической деятельностью предприятий с долей города в уставном капитале;
- развитие института официальных представителей города в акционерных обществах;
- привлечение на конкурсной основе профессиональных управляющих компаний, основной задачей которых является получение наивысшей доходности при обязательном выполнении налоговых обязательств и социальных задач предприятий;
- контроль над формированием и развитием холдинговых структур для управления акционерными обществами, непосредственно участвующими в решении стратегических социально-экономических задач города;
- привлечение профессиональных консультантов в области реинжиниринга бизнес-процессов, коммерческой инженерии и стратегического маркетинга, основной задачей которых является активизация потенциала акционерных обществ с долей города.

До 1998 г. в Москве отсутствовала четкая система отбора и подготовки официальных представителей города в акционерных обществах. По предложению Московского регионального отделения ФКЦБ такая система была создана, и в настоящее время активно развивается.

Разработан порядок утверждения предложений о способах достижения целей города, преследуемых в деятельности официальных представителей на управляемых предприятиях, порядок отчетности представителей, контроля над ними, обоснованы подходы к определению их полномочий. В настоящее время разрабатываются подходы, позволяющие увязать вознаграждение и возмещение затрат на выполнение функций официальных представителей с достижением заданных финансовых результатов деятельности контролируемые ими предприятиями. Этот принцип позволяет широко задействовать экономические стимулы в деятельности официальных представителей города в акционерных обществах.

Представитель является проводником информации от предприятия к государству и каналом передачи управляющих воздействий от государства к предприятию. Другими словами, он представляет в руководстве акционерного общества позицию государства, а также информирует государство о решениях руководства акционерного общества, что позволяет проследить, в какой степени ему удалось отстоять интересы государства, т.е. оценить эффективность деятельности представителя. Используя институт своих представителей, Правительство Москвы получает возможность влиять на принятие решений в советах директоров акционерных обществ, формировать политику развития обществ, ориентированную на привлечение капитала с помощью механизмов фондового рынка.

Хроническое недоинвестирование экономики часто вынуждает московские власти выступать катализатором экономической активности в городе. В ряде случаев, когда не удается найти эффективного собственника, правительство города само выступает в роли стратегического инвестора, концентрируя в своих руках контрольный пакет акций. Это касается как уже существующих, так и вновь создаваемых предприятий. Приоритет при этом отдается социально значимым объектам, таким как ЗИЛ, АЗЛК, реконструкция стадиона «Лужники», строительство торгово-рекреационных комплексов «Охотный ряд» и «Гостиный двор». Задача заключается в выведении таких объектов на уровень высокой рентабельности с последующей продажей части принадлежащего городу пакета акций.

Формирование условий для привлечения инвестиций в реальный сектор экономики создает предпосылки ускоренного развития производственного сектора экономики московского региона. Политика города по поддержке нерентабельных предприятий, пакет акций которых принадлежит государству, в условиях работающего рынка ценных бумаг может реализовываться не за счет бюджетных ассигнований и дотаций, а путем привлечения инвестиций через эмиссию до-

левых и долговых ценных бумаг.

Отчетность, которую до начала 1999 г. предоставляли акционерные общества с долей города, нельзя назвать полномасштабной и исчерпывающей. Некоторые предприятия предпочитали не выплачивать дивиденды, скрывая значительную часть прибыли и тем самым отпугивая потенциальных инвесторов. Вследствие отсутствия средств на развитие такие предприятия часто становились нерентабельными и оказывались на грани банкротства. С целью повышения информационной прозрачности предприятий по инициативе Московского регионального отделения ФКЦБ в формы обязательной статистической отчетности предприятий с долями города был внесен дополнительный состав показателей, утвержденный постановлением Правительства Москвы.

С начала процесса приватизации в Москве отсутствовала упорядоченная практика получения, систематизации и обобщения информации о состоянии дел на предприятиях с государственной долей участия. Это не позволяло оценить экономический потенциал данных предприятий, выстроить стратегию увеличения доходности от городских активов в виде пакетов ценных бумаг. Между тем, по мнению экспертов, оценочная стоимость этих активов находится на уровне размеров годового бюджета города. Поэтому с целью повышения эффективности управления пакетом акций города возникла необходимость построения системы структурного финансово-экономического анализа предприятий, содержащих долю Москвы. Разработанная по инициативе Московского регионального отделения ФКЦБ методика комплексного анализа финансово-экономического положения предприятий явилась результатом взаимодействия этого регулирующего органа с отраслевыми департаментами Правительства Москвы, Департаментом экономической политики и развития г. Москвы и Департаментом государственного и муниципального имущества города Москвы. Утверждая эту методику, Правительство Москвы преследовало своей целью унифицировать подходы к управлению городской собственностью в виде пакетов акций в акционерных обществах. Отраслевые департаменты московской администрации, курируя деятельность таких компаний, смогут проводить единую политику с учетом особенностей, присущих тем или иным отраслям.

Практикуемая ранее оценка предприятий по стоимости их имущественного комплекса не давала правильного представления об их рыночной цене и влияющих на нее основных факторах (полезности, равновесия спроса и предложения и др.). Поэтому в Московском региональном отделении ФКЦБ были проанализированы применяемые в международной практике методы оценки предприятий с учетом ры-

ночной стоимости их имущества, будущей доходности предприятий, сформировавшегося на рынке соотношения спроса и предложения на предприятия-аналоги. В результате в методику комплексного анализа финансово-экономического положения предприятий были интегрированы такие прогрессивные методы оценки бизнеса предприятия, как метод чистых активов, метод оценки стоимости предприятия по доходу, метод предприятий-аналогов, а также метод дисконтирования будущих доходов.

Первоначальный анализ по новой методике показал, что большинство акционерных обществ, созданных в результате приватизации предприятий Москвы, имеет низкую рентабельность, обусловленную недостаточной неэффективностью управления. Улучшение финансовых результатов за 1998 г. прослеживается, в основном, на предприятиях отраслей потребительского рынка и услуг, продовольственных ресурсов, и отчасти – на некоторых предприятиях промышленности. Одновременно значительно ухудшилось состояние таких отраслей, как гостиницы и туризм, строительство, транспорт и связь, энергетика и топливное хозяйство.

В таблице 9 показаны результаты проделанного по данным за III квартал 1998 г. экспресс-анализа двадцати московских предприятий, имеющих наибольший удельный вес в инвестиционном портфеле города. Они позволяют сделать некоторые выводы о ситуации, сложившейся на этих предприятиях.

Рентабельность собственного капитала (ROE) показывает долю прибыли, которая приходится на собственный капитал предприятия, т.е. должна характеризовать качество использования собственного капитала и эффективность сформированной структуры активов и пассивов предприятия. В числителе показателя – прибыль после выплаты налогов, в знаменателе – собственный капитал предприятия. Примерно половина предприятий демонстрирует очень высокий разброс значений по этому параметру. Это отражает множественность подходов к оценке собственного капитала предприятий. К сожалению, из-за несовершенства бухгалтерского учета до настоящего времени величина собственного капитала приватизированного предприятия, как правило, является совершенно неинформативным параметром. Вследствие этого и оценки реальной стоимости долей города в различных предприятиях обычно несопоставимы.



Рентабельность активов (ROA) показывает, насколько эффективно используется инвестированный капитал (собственный капитал и кредиты банков). Численно она показывает, сколько рублей чистой прибыли (убытка) приходится на один рубль чистых активов. Чем выше рентабельность активов, тем больший потенциальный доход могут ожидать от него акционеры. Для проанализированных предприятий рентабельность активов демонстрирует значительно более высокую однородность, чем рентабельность собственного капитала, так как начальная оценка и переоценки собственного капитала на ней сказываются в меньшей степени. В целом же она достаточно низка по всем предприятиям. В проанализированной группе ее значение колеблется около нуля, что отражает общую ситуацию в экономике России.

Рентабельность продаж (ROS) показывает, какую сумму операционной прибыли получает предприятие с каждого рубля проданной продукции, т.е. какая часть стоимости продукции остается у предприятия после покрытия себестоимости продукции. В числителе этого показателя стоит операционная прибыль, в знаменателе – выручка от реализации. Так как средний уровень рентабельности продаж в разных отраслях объективно разный, разброс данного показателя в рассматриваемой выборке достаточно велик. В целом же можно сказать, что все предприятия в настоящее время имеют очень высокие затраты на производство и реализацию продукции. Более глубокий анализ показывает, что такое положение создается менеджментом предприятий во многом искусственно с целью минимизации налоговых платежей.

Оборачиваемость чистых активов характеризует объем продаж, который обеспечивается данным количеством чистых активов. В числителе показателя – выручка от реализации, в знаменателе – чистые активы. Он показывает, сколько раз за период оборачиваются чистые активы, генерируя выручку предприятия. Этот показатель значительно сильнее, чем значение рентабельности продаж, зависит от отрасли, в которой работает предприятие. Поэтому и в данной выборке его разброс достаточно велик. Однако обращает на себя внимание очень низкое значение этого показателя для предприятий, предоставляющих услуги по аренде недвижимости.

Оборачиваемость оборотных фондов показывает, сколько раз совершили полный оборот собственные оборотные средства в ходе формирования существующего объема продаж. В числителе показателя – выручка от реализации, в знаменателе – собственные оборотные средства предприятия. Оценка собственных оборотных средств, с одной стороны, показывает, насколько текущие активы превышают текущие обязательства, а с другой стороны, позволяет судить, насколько внеоборотные средства финансируются за счет собственных средств

предприятия и кредитов. У трети предприятий выборки значение оборачиваемости оборотных фондов отрицательно. Это свидетельствует о том, что часть внеоборотных активов на этих предприятиях финансируется за счет кредитов. В большинстве случаев это указывает на неэффективное управление финансами предприятий.

Показатели оборачиваемости кредиторской и дебиторской задолженности являются наиболее важными составляющими в сравнительной оценке эффективности использования оборотных средств предприятий. В числителе показателей – выручка от реализации продукции, в знаменателе – кредиторская или дебиторская задолженность соответственно. Оборачиваемость кредиторской задолженности отражает средний срок возврата предприятием долгов своим кредиторам (за исключением банковских кредитов и прочих займов), т.е. характеризует способность предприятия своевременно рассчитываться со своими поставщиками, подрядчиками, персоналом и прочими кредиторами. Оборачиваемость дебиторской задолженности характеризует способность предприятия получать реальные денежные средства от своих дебиторов – получателей готовой продукции. В среднем по всей рассматриваемой выборке эти два показателя демонстрируют достаточно высокую корреляцию, что свидетельствует о хорошей приспособляемости предприятий к условиям взаимных неплатежей. У большей части предприятий дебиторская задолженность выше кредиторской, что, как правило, в российских условиях является положительным фактором для прогнозов на будущее.

Коэффициент финансовой зависимости отражает уровень риска деятельности предприятия в зависимости от размеров заемного капитала. В числителе показателя – заемный капитал, рассчитываемый как сумма долгосрочных пассивов и краткосрочных заемных средств, в знаменателе – собственный капитал предприятия. В целом по выборке можно отметить, что большинство предприятий вследствие неразвитости банковской системы производственного кредитования не имеют возможности активно использовать заемные средства (кроме двух крупнейших объектов, активно кредитуемых городом – АМО «ЗИЛ» и ОАО «Гостиный двор»).

Текущий коэффициент ликвидности показывает, в какой степени предприятие способно расплатиться по краткосрочным обязательствам текущими активами. В числителе показателя – оборотные активы, в знаменателе – краткосрочные пассивы (сумма краткосрочных заемных средств и кредиторской задолженности). Анализ ликвидности позволяет оценить, в какой степени предприятия в состоянии покрывать свои текущие долги, каков уровень надежности этого покрытия, возможно ли дополнительное привлечение краткосрочных обяза-



тельств без критического ухудшения ликвидности. В данной выборке, прежде всего, обращает на себя внимание то, что четыре крупнейших предприятия не обладают необходимым запасом ликвидности.

Коэффициент автономии собственных средств позволяет дать более детальную оценку структуры капитала. В числителе показателя – собственный капитал предприятия, в знаменателе – сумма всех его активов. К сожалению, по большинству предприятий выборки этот параметр показывает их высокую зависимость от внешних факторов, обуславливающую значительный уровень финансового риска для кредиторов.

Индекс постоянного актива отражает степень обеспеченности внеоборотных активов источниками собственных средств. В числителе показателя – внеоборотные активы, в знаменателе – собственный капитал. Рекомендуемое значение этого показателя в значительной степени зависит от отрасли экономики. Тем не менее, анализ имеющейся выборки позволяет судить, что большинство предприятий практически не получает долгосрочного внешнего финансирования для формирования долгосрочных активов. Кроме этого следует отметить неэффективное использование источников собственных средств на большинстве предприятий.

В целом, ситуация в области управления собственностью в Москве не может быть признана удовлетворительной. Причинами этого являются:

- неполнота и противоречивость получаемой из различных источников информации о предприятиях, результатах их финансово-экономической деятельности, долях Правительства Москвы, отнесении их к курирующим департаментам;
- наличие предприятий, полномочия по управлению долями в уставном капитале которых не делегированы ни одному подразделению Правительства Москвы;
- отсутствие практически во всех департаментах систематизированных сведений о результатах и эффективности производственной и финансово-хозяйственной деятельности предприятий;
- отсутствие концепции управления долями Правительства Москвы, которая бы четко определяла цели, задачи, принципы и приоритеты управления;
- отсутствие скоординированной на уровне города системы управления пакетами акций и долями в капиталах хозяйственных обществ.

По результатам проведенного анализа Московским региональным отделением ФКЦБ были разработаны предложения по исправлению сложившейся ситуации, утвержденные постановлениями Правительства Москвы.

Чтобы собственник мог получить объективную картину состояния дел на предприятии, заключение о том, обоснованно ли предприятие не имеет прибыли или просто скрывает ее, должно даваться независимым аудитором. Однако существовавшие ранее формы аудиторских заключений содержали лишь подтверждение правильности расчета статей баланса. При этом обоснованность финансовой политики предприятия оказывалась вне внимания аудитора. Для того чтобы повысить информационную ценность аудиторских заключений, по рекомендации Московского регионального отделения ФКЦБ были введены изменения в формы отчетов о бухгалтерских проверках. Они направлены не только на то, чтобы город получил возможность оценить эффективность своих активов в виде ценных бумаг, но и на увеличение финансовой прозрачности и повышение привлекательности проверяемых предприятий для потенциальных инвесторов. Для аудиторских фирм, обеспечивающих проверку соответствия деятельности предприятия интересам города как акционера, были разработаны и утверждены Правительством Москвы новые стандарты аудиторских заключений, позволяющие сделать выводы относительно состояния имущества и обязательств предприятий, а также относительно финансовых результатов их деятельности. Эти меры направлены на то, чтобы институт аудиторских компаний стал действительным гарантом достоверности поставляемой на рынок финансовой информации.

Необходимость привлечения ресурсов на рынке ценных бумаг требует от предприятий раскрытия информации о своей финансово-хозяйственной деятельности. Зачастую это заставляет руководство предприятия отказываться от привычных методов хозяйствования, что не многим под силу. Сменить же руководящий менеджмент достаточно сложно, поскольку многие руководители являются одновременно и собственниками, имеющими значительное число голосов на общем собрании акционеров. Одним из инструментов воздействия на политику развития предприятия является эффективное управление государственным пакетом акций. Реализация под эгидой государства пилотных проектов привлечения инвестиций с использованием механизмов рынка ценных бумаг позволяет наработать положительный опыт, распространение которого дает возможность улучшить инвестиционную ситуацию на других предприятиях, не имеющих в уставном капитале доли города.

## **Формирование системы государственных гарантий частных инвестиций**

Одной из главных проблем привлечения средств населения в инвестиционный процесс в России является отсутствие государственной программы по защите экономических интересов инвесторов на рынке ценных бумаг. Эта программа особенно важна для отечественного развивающегося и нестабильного рынка ценных бумаг, хотя подобные программы успешно функционируют и на развитых рынках таких стран как США, Великобритания, Франция, Япония, Канада, Австралия, Гонконг, Сингапур и т.д. Опыт, полученный на развивающихся рынках таких стран как Мексика, Аргентина, Бразилия, Болгария, Корея, ЮАР, Малайзия и др., показал, что принятие государственной программы по защите экономических интересов инвесторов является мощным стимулом привлечения населения на рынок ценных бумаг.

Программа защиты инвесторов должна предусматривать реализацию комплекса разнообразных мер, обеспечивающих такую защиту: от принятия соответствующих законодательных актов до осуществления просветительской и разъяснительной работы среди населения. Центральным элементом этой программы должно быть создание специального Гарантийного фонда частных инвестиций (ГФЧИ).

Капитализация большинства российских профессиональных участников рынка ценных бумаг (особенно в регионах) очень низка. Это обуславливает высокий риск их банкротства, при котором могут пострадать интересы клиентов этих фирм. Законодательство должно признать существование особых проблем у клиентов обанкротившихся профессиональных участников рынка ценных бумаг. Бумажная лавина отчетности от профессиональных участников не позволяет регулирующим органам всегда заблаговременно выявить проблемные фирмы. В результате потери платежеспособности такими фирмами их клиенты – частные инвесторы оказываются в сложном положении. С одной стороны, на счету фирмы-банкрота, как правило, уже нет денежных средств. С другой стороны, активы такой фирмы оказываются сильно рассредоточенными. Поэтому их, как правило, после банкротства оказывается трудно разыскать и изъять у большого числа бывших партнеров фирмы-банкрота. Часто значительные сложности возникают и с реализацией этих активов по приемлемой для пострадавших клиентов цене. Именно вследствие этих причин, в частности, проблемы так называемых «обманутых вкладчиков», возникшие в 1995-1996 гг., в большей части не решены до сих пор. Вопросы компенсации потерь инвесторам осложняются в условиях высокой инфляции, быстро

обесценивающей их изъятые из активного оборота активы. Например, даже при полной компенсации в настоящее время номинальной суммы рублевых инвестиций, сделанных в 1995 г., клиент фактически сможет получить лишь около 10% своих средств в сопоставимых ценах.

ГФЧИ должен играть роль, аналогичную роли организаций по страхованию банковских вкладов и страховых накоплений населения. Создание такой организации не означает появление дополнительного уровня государственного регулирования. Фактически дело сводится к разработке специальных правил по банкротству профессиональных участников рынка ценных бумаг.

В создании аналогичной системы государственных гарантий частных инвестиций интересен опыт США. Все профессиональные участники американского рынка ценных бумаг обязаны состоять членами Корпорации по защите фондовых инвесторов (SIPC). Корпорация действует в соответствии с законом 1970 г. «О защите интересов инвесторов», который был принят с целью предотвращения потенциальной угрозы жизнеспособности рынка ценных бумаг США.

SIPC является общественной некоммерческой организацией и финансируется за счет отчислений профессиональных участников рынка ценных бумаг. Однако она управляется директоратом, большинство которого назначается непосредственно Президентом США, и контролируется со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам США. В соответствии с законодательством, ее деятельность освобождена от федеральных и местных налогов. В настоящее время размер резервного фонда SIPC приближается к 1 млрд. долл. Кроме этого SIPC имеет доступ к кредитной линии в 1 млрд. долл. в синдикате частных банков и имеет право взять кредит размером до 1 млрд. долл. в Государственном казначействе.

SIPC не защищает инвесторов от обычных рыночных рисков, например, от риска, связанного с падением рыночной стоимости ценных бумаг. В случае ликвидации профессионального участника все его клиенты имеют право в строго установленный период времени компенсировать свои убытки, получив назад свои ценные бумаги и наличные деньги в сумме до 500 тыс. долл. Это способствует укреплению уверенности мелких инвесторов в надежности рынка ценных бумаг. Когда профессиональный участник рынка ценных бумаг терпит банкротство, SIPC через федеральный суд назначает опекуна для ликвидации фирмы и защиты ее клиентов. Опекун помогает перевести счета клиентов из обанкротившейся фирмы к другим профессиональным участникам рынка ценных бумаг либо оплачивает убытки клиен-

тов. Оплата обычно ведется за счет средств банкрота, а при их недостаточности – из резервного фонда SIPC.

В США существует также практика упрощенного арбитража по претензиям инвесторов до 10 тыс. долл. Она состоит в том, что отдельный беспристрастный арбитр за небольшую регистрационную плату рассматривает спор и выносит обязывающее решение. Исполнение таких решений со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг контролируется Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Иски большего размера направляются в арбитражный суд и рассматриваются в обычном для гражданского делопроизводства порядке.

Ввиду того, что российские профессиональные участники рынка ценных бумаг в данное время не обладают необходимыми ресурсами для формирования резервного фонда ГФЧИ, такой фонд целесообразно учредить с помощью государства. Однако средства на осуществление его текущей деятельности должны собираться за счет ежемесячных отчислений профессиональных участников рынка. Такие отчисления должны быть пропорциональны оборотам участников, так как чем больше обороты, тем больший потенциальный ущерб клиентам может нанести брокерская компания в случае своего банкротства. Каждый клиентский счет должен страховаться в ГФЧИ на сумму, не превышающую установленного максимума. В случае недостаточности собственных средств, фонд должен иметь возможность взять кредит в Центральном банке России.

На этапе формирования резервного фонда ГФЧИ членские взносы должны быть более значительными, на этапе поддержания этого фонда размер членских взносов может быть существенно уменьшен. Например, в США взносы на формирование резервного фонда составляли в разные периоды времени от 0,125 до 0,5% от валового дохода профессиональных участников рынка. На этапе поддержания членские взносы были установлены в размере 0,073% от чистой выручки профессиональных участников, но не менее 150 долл. в год.

Для решения стоящих перед ГФЧИ задач ему целесообразно предоставить следующие права:

- взимать сборы и пошлины с профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- при необходимости брать кредиты;
- назначать доверенных лиц на управление своим резервным фондом;

- оказывать содействие в ликвидации обанкротившихся профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- выплачивать компенсации клиентам обанкротившихся фирм – профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- сотрудничать с регулируемыми органами по вопросам проведения проверок профессиональных участников рынка ценных бумаг;
- запрашивать материалы проведенных проверок профессиональных участников рынка ценных бумаг у регулирующих органов;
- подавать в регулирующие органы предложения по совершенствованию процедур контроля над профессиональными участниками рынка ценных бумаг, ликвидации обанкротившихся участников и выплаты компенсаций их клиентам.

Защите с помощью ГФЧИ должны подлежать только мелкие частные инвесторы. Во избежание конфликта интересов нецелесообразно компенсировать убытки инвесторам, которые одновременно являются совладельцами обанкротившейся фирмы или ее должностными лицами, а также выступающим в роли инвесторов другим профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

Механизм защиты инвесторов с помощью ГФЧИ позволит смягчить последствия банкротства отдельных профессиональных участников рынка для российского рынка ценных бумаг в целом. Он должен способствовать ускорению процедуры банкротства профессиональных участников рынка при максимальном сокращении сопутствующих издержек. Учитывая возможность дополнительной защиты с помощью ГФЧИ, российские частные инвесторы в большей мере будут доверять тем профессиональным участникам рынка ценных бумаг, которые являются членами ГФЧИ. Поэтому такие профессиональные участники смогут использовать в своей рекламе этот факт, и тем самым дополнительно расширить круг потенциальных частных инвесторов.

Как показывает уже имеющийся в России опыт, в отсутствие системы страхования рисков от возможного банкротства брокеров частные инвесторы пытаются избегать ситуаций, когда их ценные бумаги могут быть зарегистрированы на имя брокера – номинального держателя. Последнее сказывается на качестве проведения сделок, так как увеличиваются сроки перерегистрации ценных бумаг, резко возрастает число таких перерегистраций, повышается стоимость проведения операций, усложняется процедура выплаты эмитентами дивидендов.

дендов и т.д. Таким образом, отсутствие ГФЧИ сказывается не только на положении пострадавших от банкротства клиентов брокерских фирм, но и является объективным фактором, сдерживающим рост отечественного рынка ценных бумаг.

Доверие частных инвесторов к своим брокерам является фактором, оказывающим существенно влияние на потенциал роста рынка. Чтобы повысить это доверие, необходимо направлять средства ГФЧИ на покрытие убытков обанкротившихся брокерских фирм с последующей передачей их клиентуры более устойчивым фирмам. Клиенты разорившейся фирмы не должны страдать от неудачного бизнеса своего брокера. Они должны получить необходимую компенсацию и перейти на обслуживание к другому брокеру. В принципе, система должна быть построена так, чтобы клиент не зависел от рисков, связанных с брокером. Обязательства перед индивидуальным инвестором должна выполнять вся отечественная система организованной торговли в целом. В идеале клиент не должен ощутить на себе неприятных последствий от смены брокера. Только в этом случае он проникнется доверием к отечественному рынку ценных бумаг и его институтам.

Дополнительные методы обеспечения государственных гарантий частных инвестиций могут быть использованы в различных секторах рынка. Такие методы должны стимулировать инвестиционную направленность рынка в данных секторах. Например, с целью повышения инвестиционной направленности государственных и муниципальных заимствований и повышения надежности частных инвестиций рекомендуется использовать два подхода:

- выпуск долгосрочных государственных и муниципальных ценных бумаг не субъектами Федерации и муниципалитетами, а непосредственно теми государственными учреждениями, которыми осуществляется соответствующий инвестиционный проект;
- гарантирование со стороны Правительства РФ и правительств субъектов Федерации выплаты номинала и купонных процентов по облигациям, выпущенным полугосударственными организациями.

В частности, в мировой практике первым способом обычно ведется муниципальное и жилищное строительство, а также транспортное и дорожное строительство. Причем объектом финансирования с помощью такого облигационного выпуска не обязательно должен быть один инвестиционный объект. Соответствующее государственное учреждение может предварительно на бюджетные средства сформировать целый инвестиционный портфель, заполнив его, например,

закладными и ипотечными ценными бумагами. В результате этого одновременно достигаются две цели:

- государство оказывает финансовую поддержку целой группе социально значимых проектов малого или среднего бизнеса;
- государственные инвестиции оказываются обеспеченными высоконадежными активами, составляющими инвестиционный портфель.

После формирования портфеля и его независимой оценки государственное учреждение осуществляет выпуск специального транша долгосрочных облигаций, обеспечением которых служит инвестиционный портфель. Для покупателей облигаций – частных инвесторов такие инструменты привлекательны по следующим причинам:

- государство осуществляет жесткий контроль над содержанием инвестиционного портфеля, не допуская включения в него необеспеченных обязательств;
- риск инвестирования в отдельные небольшие проекты оказывается диверсифицированным;
- общий риск инвестора резко снижается государством, гарантирующим выплату номинала и минимальных процентов по облигациям;
- доходность по данным облигациям получается обычно несколько выше доходности базовых краткосрочных государственных обязательств, так как объекты малого и среднего бизнеса обладают в среднем более высокой доходностью и более быстрой окупаемостью, чем крупные государственные или муниципальные инвестиционные проекты.

При гарантировании со стороны Правительства РФ или правительств субъектов Федерации выплаты номинала и купонных процентов по облигациям, выпущенным полугосударственными организациями, должна соблюдаться следующая процедура:

- негосударственный инвестиционный проект, под который планируется выпуск облигаций, должен пройти всестороннюю экспертизу в государственных финансовых органах и органах, регулирующих рынок ценных бумаг;
- по результатам экспертизы соответствующим органом представительной власти должно быть принято решение об объемах и форме государственной гарантии;



- проспект эмиссии и каждый сертификат облигаций должны содержать доступное для индивидуального инвестора описание схемы государственной гарантии;
- в процессе размещения гарантированной эмиссии должна оказываться максимальная рекламная поддержка со стороны государства;
- в процессе осуществления инвестиционного проекта, финансируемого за счет гарантированной эмиссии, контрольные органы представительной власти и государственные регулирующие органы должны проводить постоянный мониторинг хода работ и немедленное осуществлять вмешательство в случаях, когда возникает опасность нецелевого или неэффективного использования средств.

Привлекательность гарантированных негосударственных облигационных выпусков для частных инвесторов будет обуславливаться следующими факторами:

- проведение разносторонней и квалифицированной экспертизы инвестиционного проекта перед принятием решения об эмиссии снижает инвестиционные риски и гарантирует обоснованность всех принципиальных аспектов осуществляемого проекта;
- возможность поддержки проекта со стороны государства дополнительными кредитными ресурсами повышает финансовую устойчивость проекта;
- наличие жесткого государственного контроля над выполнением проекта со стороны контрольных органов представительной власти и органов, регулирующих рынок ценных бумаг, обеспечивает строго целевое расходование средств и предотвращает финансовые махинации;
- гарантирование государством возврата основного долга и минимальных процентов обуславливает низкий риск вложения в облигации.

Как в случае выпуска долгосрочных государственных ценных бумаг отдельными государственными учреждениями, так и в случае выпуска гарантированных государством облигаций негосударственных организаций целесообразно использовать лишь частичную гарантию выплаты процентов по облигациям. То есть такие облигации должны иметь двойную купонную ставку.

Максимальная купонная ставка устанавливается, исходя из про-

гноза доходности и окупаемости соответствующего инвестиционного проекта. Владельцы облигаций получают ее в том случае, если реализация проекта будет идти по ранее разработанному плану, и его реальные финансовые показатели окажутся не хуже планируемых. Однако при покупке гарантированных облигаций их владельцы должны сознавать, что существует вполне реальный риск неполучения максимальной купонной ставки.

Минимальная купонная ставка является ставкой, гарантированной государственным бюджетом. Размер этой ставки устанавливается, исходя из соображений обеспечения приемлемой инвестиционной привлекательности облигаций. Владельцы облигаций получают купонный доход по минимальной ставке в том случае, если инвестиционный проект на какое-то время развивается не по плану, оказывается недостаточно прибыльным или временно убыточным.

Введение двойной купонной ставки потребует некоторого изменения федерального законодательства. Следует отметить, что, в принципе, на международном рынке механизм использования двойной ставки для гарантированных выпусков не является необычным приемом. Он использовался и в дореволюционной России. Поэтому адаптация данного механизма в современных условиях не должна встретить принципиальных возражений у российских законодателей.

Довольно большая часть российских частных инвесторов отдает явное предпочтение постоянному получению прибыли от своих инвестиций. Согласно данным Госкомитета Российской Федерации по статистике, около 80 % всех банковских вкладов в России делается на срок до 30 дней. В этих условиях ценные бумаги, удобно структурированные для будущих инвесторов и обеспечивающие выплату текущего дохода, обладают для частных инвесторов высокой привлекательностью.

Вовлечение в инвестиционный оборот средств вышеуказанной категории населения может быть осуществлено путем санкционирования со стороны государства создания специальных компаний, выпускающих сертификаты на долю своего портфеля. Портфели этих компаний могут создаваться путем объединения в единый пул ценных бумаг ипотечного типа. Каждый месяц ссудополучатели по ипотеке производят платежи по своим закладным. Вследствие этого владелец сертификата имеет возможность ежемесячно получать со своей доли портфеля доход, который складывается из выплачиваемых процентов и возвращаемого по ипотеке основного капитала за вычетом небольшой платы за финансовые услуги.

Каждая серия сертификатов должна выпускаться на фиксиро-

ванный срок, после чего полностью погашаться. Поэтому пул ценных бумаг в соответствующем портфеле должен формироваться из бумаг со сходными характеристиками (по сроку и по доходности).

Принципиальным моментом в данном случае является государственное страхование ипотечных ценных бумаг, которое обуславливает то, что сертификаты на долю портфеля становятся фактически ценными бумагами с государственной гарантией. Это обеспечит им высокую инвестиционную привлекательность и постоянный спрос со стороны мелких инвесторов. Таким образом, на рынке появится услуга, по надежности аналогичная вложениям в Сбербанк, но по своей сути имеющая инвестиционную направленность. За счет использования свободных средств мелких инвесторов, которые в настоящее время находятся в непроизводительной форме (наличные рубли и валюта) появится возможность развить ипотечное кредитование на улучшение жилья, развитие мелкого бизнеса и фермерских хозяйств.

## **Превращение города Москвы в фондовый центр международного значения**

Масштабная геополитическая задача превращения Москвы в фондовый центр международного значения на фоне глубокой экономической депрессии, в которой прибывает страна, может показаться несвоевременной. Однако это неверно. Мировой опыт свидетельствует, что проблема финансового дефицита должна решаться именно на основе финансового строительства в экономическом центре страны, а не за счет административных методов (ограничение на хождение валюты, репрессии против утечки капиталов и т.д.). Введение дополнительных административных ограничений в условиях, когда государство не обладает монополией на внешнеэкономическую деятельность и не может контролировать менеджмент предприятий внутри страны, ведет к обратному эффекту: оттоку иностранных и отечественных капиталов, росту финансовой нестабильности, дальнейшему сворачиванию производства.

Попытки внеэкономического ограничения подвижности капитала ведут к ухудшению инвестиционного климата в стране, что создает стимулы для перемещения финансов в более благоприятные экономические условия. Взамен законодательно запрещенных способов вывоза капитала предпринимателями изобретаются новые. Увеличение оттока капиталов в свою очередь ухудшает инвестиционный климат, ведет к падению производства и т.д.

Радикальным способом увеличения притока инвестиций в дан-

ных условиях, как показал исторический опыт, является расширение возможностей для применения капиталов, создание в национальном центре обращения финансов льготного режима для международных финансовых институтов, усиление конкуренции за инвестиционные ресурсы с другими столицами мира.

История возникновения крупнейших мировых финансовых центров современности показывает, что большинство из них было создано именно в кризисных для соответствующих стран условиях. Токийский фондовый центр был создан в условиях полной хозяйственной разрухи в конце 40-х годов. Необходимость преодоления послевоенного кризиса привела к возникновению крупнейшего в мире финансового центра – Лондонского. Создание этого центра позволило Великобритании компенсировать потерю своего политического влияния после второй мировой войны и привлечь международный капитал для возрождения истощенной войной экономики. Крупнейший центрально-европейский фондовый центр – Франкфуртский – возник на рубеже 90-х гг., когда Германия столкнулась с острым дефицитом денежных средств на реструктуризацию промышленности присоединившихся Восточных земель. Объемы финансовых потоков, направляемых в Восточные земли, в течение нескольких лет превышали размер бюджета ФРГ. Без создания Франкфуртского центра и привлечения международного капитала финансовые операции такого масштаба оказались бы невозможными.

Сравнительная оценка с условиями, в которых создавались другие международные фондовые центры, показывает, что уже сейчас Москва обладает инфраструктурой международного класса, соответствующей многим требованиям к международному центру: гостиничные, офисные площади, жилье, услуги, коммуникации. В Москве уже сейчас действуют представительства большинства информационных и рейтинговых агентств, пользующихся международным признанием. Осуществление политики, направленной на создание Московского центра международных финансов (МЦМФ), вызовет новую волну платежеспособного спроса на услуги элитного качества, будет способствовать консолидации деловой части города и неизбежно расширит инвестиции в новое строительство и реконструкцию городской среды.

Проведение политики, направленной на получение Москвой статуса финансового центра, позволит резко увеличить приток финансовых ресурсов из-за рубежа, создать новые рабочие места, обеспечить ускоренное развитие инфраструктуры и отраслей услуг, сформировать финансовую базу для роста инвестиций в экономику. Превращение Москвы в признанный международный финансовый центр (за-

нимающий выгодное с точки зрения часовых поясов положение на оси Лондон-Франкфурт-Токио) поможет России не только в решении инвестиционных проблем, но и даст возможность в течение 5-10 лет создать у себя центральный рынок финансовых инструментов для всех стран СНГ и государств, входивших в состав бывшего СССР.

Следует различать статусы международного финансового центра и оффшорной зоны, получившие свою определенность в ходе исторического развития. Оффшорные зоны имеют в своей основе следующие особенности:

- отсутствие или низкий уровень налогов;
- отсутствие валютного контроля, свобода репатриации капиталов;
- стабильность местной валюты и ее преимущественно полная конвертируемость;
- конфиденциальность информации;
- низкая стоимость рабочей силы, низкие материальные издержки на регистрацию и поддержание деятельности фирм;
- незначительность государственного регулирования при ясности и высоком уровне кодификации законодательства.

Оффшорные зоны часто создаются в регионах, обеспечивающих возможности рекреационных услуг и делового туризма.

Международные фондовые центры, как правило, характеризуются следующими особенностями:

- осуществление государственной политики, специально направленной на создание международного фондового центра;
- выгодные геополитические позиции;
- наличие необходимой материальной и информационной инфраструктуры, коммуникаций и высокого качества жизни, высокий уровень технологий;
- высокая концентрация отечественных фирм, присутствие филиалов крупнейших международных корпораций и банковских групп;
- квалифицированная рабочая сила;
- знание населением языков международного общения;
- наличие развитого научного и культурного центра, а также устойчивых культурных традиций;

- высокий уровень развития сопутствующих фондовому рынку услуг (юридическое обслуживание, финансовое консультирование, аудит, прикладные научные исследования и т.д.);
- льготный режим налогообложения финансовых операций;
- хорошо развитая регулятивная инфраструктура.

Государственная политика, направленная на создание международного фондового центра, как правило, охватывает следующие направления:

- осуществление маркетинга и позиционирования национального фондового центра в качестве лидирующего в мире международного центра;
- содействие в развитии инфраструктуры, обеспечивающей функционирование национального фондового центра;
- привлечение и удержание ведущих финансовых и коммерческих организаций мира;
- проведение мониторинга финансовых и коммерческих организаций как клиентов фондового центра, с тем чтобы их потребности в услугах полностью удовлетворялись (центр должен предоставить им комплекс услуг и продуктов, призванных обеспечить их потребности в открытом, эффективном, масштабном, с низкими издержками рынке).

В настоящее время Немецкая фондовая биржа, занимающая четвертое место в мире (Deutsche Borse AG, Франкфурт), и Венская фондовая биржа (Vienna Stock Exchange) реализуют проект создания в Вене Центрально- и Восточноевропейской биржи ценных бумаг (Central & Eastern European Exchange) – (СЕЕХ), с запуском пробных торгов в 1 квартале 1999 г. СЕЕХ охватывает российских эмитентов, а также эмитентов из Казахстана и стран СНГ, находящихся в Центральной Азии. Цель проекта – торговля не только депозитарными расписками (как это происходит сейчас на Deutsche Borse AG), но и непосредственно ценными бумагами российских и других эмитентов. Планируется, что более 80% оборота будет приходиться на российские акции.

Очевидно, что развитие проекта СЕЕХ может оказать большое влияние на российский рынок ценных бумаг. Более 60% инвесторов, работающих на отечественном рынке акций, и более 30% на рынке государственных ценных бумаг являются нерезидентами. В дальнейшем их доля также может остаться значительной. Осуществляя операции на российском рынке, они принимают на себя все дополнительные

риски и издержки этого рынка как развивающегося: неликвидность, слабость регулирования и надзора, непрозрачность контрагентов и т.д. Создание крупного биржевого рынка российских ценных бумаг за пределами России будет означать:

- массовый уход иностранных инвесторов и иностранных финансовых институтов, выступающих в качестве профессиональных операторов, с московского рынка ценных бумаг на СЕЕХ – более надежный, привычный, имеющий относительно низкий уровень операционных, расчетных и депозитарных рисков рынок;
- постепенное сокращение объемов оборотов на московском рынке ценных бумаг, превращение московских фондовых бирж в провинциальные;
- возрастание сложности решения не только задачи превращения Москвы в признанный международный фондовый центр, но и задачи создания в Москве центрального рынка финансовых инструментов для стран СНГ.

В связи с этим в России должна быть срочно разработана государственная программа превращения Москвы в международный фондовый центр и начата борьба за сохранение и развитие национального рынка ценных бумаг. Основные задачи, которые стоят перед МЦМФ:

- целенаправленная конкуренция за иностранные финансовые ресурсы, значительное увеличение доли денежных потоков, направляемых зарубежными инвесторами в Москву как город и как федеральный центр, преодоление остаточного принципа, основываясь на котором иностранные инвесторы в 90-х гг. вкладывали деньги в российские активы (основные потоки капиталов направлялись на азиатские, латиноамериканские и восточноевропейские рынки);
- создание в экономике города развитого финансового сектора, в котором были бы представлены крупнейшие финансовые институты мира (как базы для будущего роста иностранных инвестиций в экономику России);
- создание в Москве наиболее крупного фондового рынка для финансовых инструментов стран СНГ, Балтии, а также Восточной Европы;
- существенное увеличение объемов валютных и рублевых финансовых активов, находящихся и обращающихся в МЦМФ, что неизбежно приведет к направлению части этих активов на цели инвестиций в российскую экономику. В этом

случае значительные иностранные капиталы будут оставаться в России и обращаться в Москве лишь в силу существования в ней крупного финансового рынка;

- увеличение бюджетных доходов за счет размещения в Москве новых иностранных компаний и финансовых институтов, рыночных площадок, развития инфраструктуры, обслуживающей финансовые рынки (гостиничный и офисный бизнес, престижное жилищное строительство, коммуникации и т.д.), расширение доходной базы государственного бюджета за счет налогов и обязательных платежей, формируемых финансовыми операциями;
- существенный прирост инвестиционного потенциала для финансирования проектов развития деловых и торговых районов Москвы, создание значительного количества новых рабочих мест в сфере финансовых, информационных и других услуг.

Создание МЦМФ целесообразно вести в три этапа.

На первом этапе (1999-2000 гг.) для нерезидентов должен быть создан московский рынок иностранных финансовых инструментов как новый сегмент международного финансового рынка. На этом этапе все финансовые институты-нерезиденты, их постоянные представительства, ведущие предпринимательскую деятельность по операциям на международном рынке, т.е. по операциям «нерезидент-нерезидент» с финансовыми услугами и финансовыми инструментами, номинированными в иностранной валюте и выпущенными как резидентами, так и нерезидентами, должны быть освобождены от всех платежей в бюджет и внебюджетные фонды Москвы. За счет этого будет создана ключевая группа иностранных финансовых институтов, имеющих постоянно действующие офисы в Москве.

На втором этапе (2000-2001 гг.) путем предоставления наиболее устойчивым и крупным отечественным финансовым институтам значительных налоговых и иных льгот их также необходимо подключить к международному фондовому рынку в Москве. На этом этапе МЦМФ должен получить существенные льготы по федеральным налогам, с тем чтобы сделать московский центр конкурентоспособным по сравнению с другими международными фондовыми центрами.

На третьем этапе (2002-2008 гг.) должно произойти превращение Москвы в международный фондовый центр в широком смысле. Для этого должна быть запущена система мер, в том числе, налоговых, направленная на укрепление отечественных и иностранных финансовых институтов, действующих в Москве, предоставление горо-



дом комплекса услуг, способствующих развитию новых финансовых рынков и приходу в город новых клиентов МЦМФ – отечественных и иностранных финансовых институтов, в том числе, из стран СНГ. На этом этапе необходимо произвести формирование деловой части города Москвы: расширенное строительство бизнес-района, развитие инфраструктуры, сферы услуг, коммуникаций. Должны быть приняты изменения российского законодательства, позволяющие расширить систему льгот для отечественных и иностранных финансовых институтов, действующих в рамках МЦМФ. Целесообразно дополнительно стимулировать развитие рублевых и конверсионных операций в рамках МЦМФ, обеспечить более полное участие российских финансовых институтов в его деятельности.

На первом этапе непосредственными клиентами МЦМФ будут, главным образом, только постоянные представительства иностранных финансовых институтов, имеющих капитал не менее 10 млн. долл., зарегистрированные и находящиеся на территории Москвы. При этом к ним предъявляются дополнительные требования по созданию не менее 10 штатных рабочих мест и наличию в Москве собственного или арендованного на срок не менее года офиса. Относительно высокие требования по размерам уставного капитала необходимы для того, чтобы отсеять от МЦМФ мелких финансовых посредников из оффшорных зон, которые способны превратить этот рынок в очень рискованный. Требование по наличию офиса в Москве и созданию не менее 10 рабочих мест направлено на то, чтобы не превратить МЦМФ в «виртуальный рынок», на котором можно работать, пользуясь удаленными компьютерными терминалами, из-за рубежа. Иностранные финансовые институты должны иметь лицензию на право ведения профессиональной финансовой деятельности в стране, резидентами которой они являются. В этом случае должен применяться заявительный порядок получения от российских регулирующих органов лицензии на право ведения профессиональной финансовой деятельности в рамках МЦМФ.

Клиентами МЦМФ могут быть также российские резиденты – дочерние или иные компании, аффилированные с иностранными финансовыми институтами, если они имеют в уставных документах запрещение на операции, предполагающие обмен российских рублей на валюту, или операций в российских рублях. Указанные компании должны иметь капитал не менее 5 млн. долл. и обязаны получить лицензию от российских регулирующих органов на право ведения профессиональной финансовой деятельности и валютных операций в России. Также клиентами МЦМФ могут быть иностранные финансовые институты, которые являются дочерними компаниями или аффи-

лированными лицами российских резидентов.

На первом этапе ставится задача создания льготизируемого рынка сделок только между нерезидентами и только по российским и иностранным финансовым инструментам, номинированным в иностранной валюте. Москва в этом случае будет представлять собой просто рыночную площадку, предоставляющую услуги по организации такого рынка с меньшими издержками, чем в Вене, Праге, Варшаве и т.д. При этом целесообразно делать акцент на финансовые инструменты стран СНГ, Балтии и Восточной Европы. Неучастие российских финансовых институтов в этом рынке на первом этапе обуславливается угрозой возникновения мощных налоговых стимулов для перевода рублевых финансовых активов в валютные, что противоречит политике финансовой и экономической стабилизации. В связи с кризисной финансовой ситуацией в России на первом этапе создания МЦМФ важно ограничить операции типа «рубль-рубль», «иностранная валюта-рубль» с тем, чтобы не создать спекулятивного давления на рубль. В части специфических российских рисков на первом этапе создания МЦМФ его клиенты должны нести только политический риск, но не должны нести кредитных, процентных, валютных и прочих рисков, возникающих на российских финансовых и фондовых рынках. Таким образом, в московском финансовом бизнесе для нерезидентов и их аффилированных компаний должна быть создана рыночная площадка, предоставляющая для них стандартные, привычные условия эффективного рынка по российским и иностранным финансовым инструментам, номинированным в иностранной валюте.

Льготному налогообложению в рамках МЦМФ целесообразно подвергнуть следующие виды финансовой деятельности и сделки, номинированные в иностранной валюте:

- профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: брокерская, дилерская, доверительное управление, регистраторская, управление инвестиционными фондами, депозитарная;
- банковская деятельность;
- страховая деятельность;
- управление пенсионными фондами;
- торговля иностранной валютой без совершения конверсионных операций типа «рубль-иностранная валюта»;
- инвестиции в финансовые инструменты, обращающиеся на рынке МЦМФ;

- лизинговые операции;
- операции на срочном рынке, включая торговлю срочными товарными контрактами, не связанными с экспортом из России и импортом в нее;
- научная деятельность, направленная на развитие МЦМФ, финансовое консультирование по вопросам совершения сделок и деятельности в рамках МЦМФ, информационные, юридические, бухгалтерские и аудиторские услуги, оказываемые клиентам МЦМФ;
- прочие виды финансовой деятельности: гарантирование, андеррайтинг, предоставление займов, инкассирование долгов, зачеты и т.д.

Клиенты МЦМФ, обладающие соответствующими лицензиями, должны иметь возможность совершать операции вне рамок международного центра (т.е. операции, предполагающие конверсию «рубль-иностранная валюта» или операции в рублях, а также операции в валюте с юридическими лицами, не являющимися клиентами МЦМФ). По данным операциям налоги и другие обязательные платежи должны формироваться в обычном порядке, без предоставления льгот.

В рамках МЦМФ целесообразно организовать обращение следующих финансовых инструментов, номинированных в иностранной валюте, и создаваемых как иностранными, так и российскими юридическими лицами:

- эмиссионные и неэмиссионные ценные бумаги, паи обществ с ограниченной ответственностью;
- банковские депозиты, кредиты, гарантии и другие виды индивидуальных контрактов, связанных с банковской деятельностью;
- иностранная валюта, обращающаяся на международных рынках, включая валюты стран СНГ;
- страховые и пенсионные полисы;
- паи взаимных фондов;
- срочные товарные и финансовые контракты;
- гарантии;
- производные виды контрактов, предметом которых являются указанные выше финансовые инструменты.

В начале деятельности МЦМФ целесообразно заключить со-

глашения с 20-30 ключевыми эмитентами стран СНГ, стран Балтии и Восточной Европы по выводу их ценных бумаг на организованные биржевые рынки МЦМФ. В первой группе ценных бумаг, обращающихся на МЦМФ, могут также быть акции группы известных компаний из развитых стран, имеющих значительные экспортные интересы в Москве. Таким образом, на первом этапе биржевые рынки МЦМФ должны быть специализированными:

- на лучших компаниях из стран с переходной экономикой;
- на наиболее известных компаниях из развитых стран.

Еще одной специализацией рынка МЦМФ могут стать так называемые экзотические финансовые инструменты – валюты стран СНГ и деривативы на валюты стран СНГ.

Прием к обращению на рынках МЦМФ финансовых инструментов, выпущенных российскими резидентами и номинированных в валюте, позволит снизить стоимость валютных заимствований за счет создания дополнительного российского рынка такого рода ценных бумаг и проведения операций иностранными инвесторами непосредственно в Москве.

Льготами в рамках МЦМФ должны пользоваться все виды сделок, заключенных в иностранной валюте между клиентами МЦМФ типа «нерезидент-нерезидент» на территории Москвы в рамках видов финансовой деятельности и с использованием финансовых инструментов, указанных выше. Стимулирование деятельности иностранных финансовых институтов и инвесторов включает в себя следующие элементы:

- система налоговых льгот и льгот по обязательным платежам во внебюджетные фонды;
- облегченный порядок регистрации и лицензирования;
- льготные условия использования государственного имущества;
- раскрытие информации.

Система налоговых льгот и льгот по обязательным платежам должна предусматривать освобождение клиентов МЦМФ и их наемного персонала от всех платежей в бюджет и внебюджетные фонды, формируемых на базе сделок, заключаемых в рамках МЦМФ. По налоговым и другим обязательным платежам, ставки которых устанавливаются федеральным законодательством и при этом часть поступлений направляется в бюджет и внебюджетные фонды Москвы, Правительство Москвы должно осуществлять возврат плательщикам взы-

сканных с них средств в размере платежей в адрес города. С целью обеспечения стабильности развития МЦМФ сохранение этих льгот необходимо прогарантировать на 25 лет.

По операциям, не совершаемым в рамках МЦМФ (т.е. операциям, предполагающим конверсию «рубль-иностранная валюта» или операциям в рублях, а также операциям в валюте с юридическими лицами, не являющимися клиентами МЦМФ) налоги и другие обязательные платежи должны формироваться в обычном порядке.

Для физических лиц, являющихся аффилированными лицами или работниками компаний – клиентов МЦМФ, должен быть обеспечен ускоренный заявительный порядок регистрации и лицензирования. При этом никаких разовых или периодических платежей, связанных с регистрацией физических лиц, взиматься не должно. По согласованию с федеральными органами должен быть установлен также ускоренный заявительный порядок регистрации и лицензирования в Москве на право ведения профессиональной финансовой деятельности в России в качестве клиента МЦМФ постоянных представительств находящихся на территории Москвы иностранных финансовых институтов. Лицензия клиента МЦМФ должна быть ограничительной, т.е. давать право на совершение операций только в рамках и в пределах условий МЦМФ. Порядок лицензирования иностранных финансовых институтов по прочим операциям в России должен сохраниться прежним. Лицензия клиента МЦМФ может соединяться с другими лицензиями, выданными иностранным финансовым институтам в России.

Для клиентов МЦМФ – российских резидентов, являющихся дочерними компаниями, аффилированными с иностранными финансовыми институтами, также целесообразно установить ускоренное лицензирование, если их уставные документы будут содержать обязательство материнской компании (иностранного финансового института, имеющего лицензию в своей стране) по выполнению требований российских регулирующих органов к финансовым институтам-резидентам.

В течение первых 4-х лет с момента получения статуса клиента МЦМФ любые его платежи за пользование имуществом, находящимся в государственной собственности, или услугами государственных предприятий и учреждений целесообразно взимать на льготных для клиента условиях, например, по ставкам, равным 50% установленных тарифов. Эта льгота должна стимулировать расширение объемов финансовой деятельности в рамках МЦМФ. Если клиент МЦМФ не поддерживает ежегодный объем сделок в рамках МЦМФ в объеме не менее 20 млн. долл. США, он должен терять право на эту льготу.

Органы, регулирующие рынок ценных бумаг, должны обеспечивать раскрытие информации российскими и иностранными эмитентами, чьи ценные бумаги или иные финансовые инструменты являются объектами сделок на рынках МЦМФ, на уровне стандартов, принятых на финансовых рынках развитых стран. В отношении эмитентов – резидентов стран с развитыми рынками ценных бумаг раскрытие информации может осуществляться по месту их регистрации как резидентов, если эта информация является общедоступной на международных финансовых рынках. В отношении российских эмитентов и эмитентов – резидентов стран с формирующимися фондовыми рынками условием допуска эмитента на рынок МЦМФ должно являться принятие им на себя обязательств по раскрытию информации в объеме признанных в международной практике требований. Эти требования предусматривают раскрытие следующей информации:

- структура собственности и характер деятельности;
- финансовое и хозяйственное положение;
- существенные события, происходящие в компании, включая изменения в контроле над эмитентом;
- аффилированные лица и их сделки с ценными бумагами эмитента;
- структура эмиссий ценных бумаг;
- особо крупные сделки.

Заключение сделок на базе индивидуальных контрактов (иностранная валюта, кредиты, депозиты, страхование и перестрахование, факторинг, лизинг, венчурное финансирование, программы коммерческих бумаг и т.д.) не требует создания специальных торговых площадок (бирж или внебиржевых организованных торговых систем). Подобные сделки осуществляются непосредственно между участниками рынка (телефонный рынок) и могут пользоваться налоговыми льготами, только если сделка заключается и регистрируется в системе МЦМФ. Основные вопросы, возникающие на этом рынке, – надежность расчетной системы, правовая инфраструктура, признаваемая всеми участниками (включая регистрацию сделок, залогов), система раскрытия информации, адекватная практике развитых стран. Важно, чтобы сделки и сопровождающее их движение денежных средств происходили в рамках МЦМФ (т.е. счета были открыты в уполномоченных банках на территории Москвы, денежные средства концентрировались бы в городе, перемещение финансовых активов начиналось бы и заканчивалось в Москве). Только в этом случае МЦМФ будет развиваться, а часть денежных потоков (в силу накопления денеж-

ных капиталов, ищущих сферы применения) начнет обслуживать финансовые потребности столицы и страны в целом.

Обращение стандартных (обращаемых) финансовых контрактов (ценные бумаги, товарные и финансовые деривативы) осуществляется на организованных рынках (фондовые и товарные биржи, срочные биржи, организованные внебиржевые рынки ценных бумаг). Здесь важнейшая задача заключается в том, чтобы сделки с указанными финансовыми инструментами совершались на площадках МЦМФ, а не во Франкфурте, Вене или Лондоне. То есть движение капитала должно осуществляться на московских торговых площадках, что является предпосылкой для вовлечения в оборот МЦМФ новых денежных средств, новых участников, новых финансовых инструментов и способствует развитию и упрочению репутации московских рынков.

Если организованные рынки в МЦМФ должны быть только российского происхождения, то обслуживать не только МЦМФ, но и внутренние потребности в обращении ценных бумаг резидентов (т.е. образовывать инфраструктуру в рамках МЦМФ) должны, очевидно, преимущественно организации-нерезиденты. В ближайшее время ни один иностранный инвестиционный институт не согласится принять на себя риски денежных расчетов, депозитарного обслуживания или перерегистрации прав собственности, возникающие в случае выполнения этих задач российскими банками или иными финансовыми институтами-резидентами, заведомо находящимися в сложном финансовом положении, обремененными высокими финансовыми рисками и т.д. В связи с этим существуют несколько вариантов создания депозитарной, расчетно-клиринговой и регистраторской инфраструктуры МЦМФ:

1. Исполнение этих функций отдельными нерезидентами, пользующимися доверием в международном сообществе, например, Бэнк оф Нью-Йорк – депозитарные функции, Дойче Банк – функции расчетной палаты по операциям с ценными бумагами и т.д.
2. Клиентами МЦМФ создаются свои собственные депозитарий, расчетная палата и регистратор. Сложность здесь состоит в том, что у клиентов МЦМФ возникают дополнительные затраты при входе на рынок. Кроме того желательно, чтобы эти организации имели правовой режим, аналогичный другим клиентам МЦМФ, то есть были нерезидентами.
3. Клиенты МЦМФ пользуются теми элементами финансовой инфраструктуры Москвы, которые вызывают доверие и с которыми связаны пониженные риски, например, по расчетам

за ценные бумаги – расчетной сетью Центрального банка РФ (аналогичный вариант используется, например, в Германии) или расчетной палатой ММВБ, по депозитарной функции – Национальным депозитарным центром или депозитарием с участием иностранного собственника, по срочному рынку – клиринговой палатой ММВБ и т.д. Сложность здесь также заключается в том, что все указанные организации являются резидентами, что может вызвать очевидные правовые коллизии: пересечение в них оборотов типа «нерезидент-нерезидент» в рамках МЦМФ, с одной стороны, и типа «резидент-резидент», «резидент-нерезидент» вне рамок МЦМФ, с другой стороны.

4. Смешанный (из первых трех) вариант, который является наиболее вероятным на практике.

Оценка возможности создания такой инфраструктуры должна быть предметом дополнительной юридической экспертизы, исходящей из следующего:

- приоритет международного законодательства (что является признанным в России принципом построения правовой инфраструктуры), прямое действие в рамках МЦМФ ряда международных законодательных актов;
- создание клиентами МЦМФ собственных арбитражных комиссий и третейских судов в рамках МЦМФ;
- доказательство адекватности норм российского законодательства обычаям международного делового оборота и действующим в нем правовым нормам (с указанием правовых актов, действующих в отношении МЦМФ);
- анализ необходимости принятия специального законодательного акта, который создавал бы особый правовой режим для деятельности, ведущейся в рамках МЦМФ (например, исключал бы действие определенных законов РФ, вводил бы дополнительные льготы, решения по которым вправе принимать только федеральные органы, распространял бы действие на МЦМФ ряда директив ЕС и т.д.);
- создание специализированного российского суда, действующего в отношении гражданско-правовых споров, возникающих в рамках МЦМФ, или распространение на МЦМФ юрисдикции какого-либо суда, к услугам которого обычно прибегают в международной практике.

Успех проекта МЦМФ во многом зависит от начальной группы



иностранных финансовых институтов, которые примут решения войти в качестве участников в проект МЦМФ. Конкурентоспособность МЦМФ будет определяться наличием сильных, действующих в международном масштабе и имеющих хорошую финансовую репутацию финансовых институтов, готовых поддерживать постоянную деловую активность на первом этапе существования рынка. В связи с этим целесообразно провести переговоры и создать пул иностранных финансовых институтов. Этот начальный пул участников должен состоять преимущественно из тех иностранных коммерческих и инвестиционных банков, которые уже имеют отделения или дочерние компании в Москве. Обычно оценки последних, касающиеся перспектив работы в России, являются более оптимистичными, чем ожидания и действия нерезидентов, которые еще не вошли на отечественный рынок. В соответствии со стремлением отделений крупных международных финансовых институтов в Москве продемонстрировать своим центральным штаб-квартирам прибыльность операций внутри России можно прогнозировать благоприятное отношение нерезидентов, базирующихся в Москве, к проекту МЦМФ.

На первом этапе создание МЦМФ не нуждается в значительных капитальных затратах. Разработка финансовых технологий не требует государственных средств и может быть произведена за счет самих участников рынка, так как это входит в их интересы, дает им возможность ускоренного развития. На последующих этапах любые проекты, связанные с капитальными вложениями, могут выполняться на коммерческой основе с участием частного финансирования. При этом размер государственной доли может определяться только коммерческой эффективностью проекта.

Основными видами затратам, связанными с МЦМФ на первом этапе, являются:

- организационные (в т.ч. содержание офиса МЦМФ и юридические);
- информационные (в т.ч. создание сервера МЦМФ в Интернет, коммуникации);
- консалтинговые (разработка концепций, политик развития, мониторинг проекта и т.д.);
- маркетинговые (включая представительские, работу с прессой, проведение при необходимости конференций, деловых встреч, издательские расходы).

В итоге, по экспертной оценке, начальные затраты не должны превысить 1,5 млн. долл. в течение первого полугодия с начала проек-

та. Затем текущие затраты на проект, его финансовые потребности в развитии (кроме капитальных затрат) будут перекрываться регистрационными и ежегодными фиксированными взносами, поступающими от клиентов МЦМФ.

Порядок финансирования управленческих затрат определяется выбранной моделью управления проектом. В данном случае возможны следующие формы организации управления:

1. Создание специализированного департамента или службы в структуре московского правительства (примеры – Лондон и Франкфурт).
2. Учреждение некоммерческой организации «Московский центр международных финансов» (примеры – Дублин, Ванкувер, Монреаль). В этом случае финансовые институты для того, чтобы получить доступ к налоговым льготам и на рынки, создаваемые в рамках международного финансового центра, должны стать членами соответствующей некоммерческой организации, приняв на себя договорные (уставные) обязательства, вытекающие из ее задач по развитию международного финансового центра.
3. Создание постоянно действующей рабочей группы, которая координирует проект в качестве межведомственной программы.

С точки зрения экономии государственных средств наиболее целесообразной является вторая форма организации управления МЦМФ. При ее использовании затраты на управление проектом (поддержание и развитие МЦМФ) могут финансироваться за счет взносов в некоммерческую организацию «Московский центр международных финансов»: вступительного (регистрационного) и ежегодного фиксированного платежа (например, 10 тыс. долл. США – вступительный и ежегодный взнос).

С целью управления проектом некоммерческая организация «Московский центр международных финансов» должна выполнять следующие функции:

- мониторинг, планирование и контроль выполнения проекта МЦМФ;
- маркетинг, развитие комплекса государственных услуг, предоставляемых клиентам МЦМФ – финансовым институтам;
- выполнение научного проекта «Москва – новый финансовый центр»;

- взаимодействие с городскими службами, помощь клиентам МЦМФ в решении проблем, связанных с материальным обеспечением, коммуникациями, информацией, рекреационными услугами;
- эксплуатация в качестве оператора бизнес-комплексов, входящих в структуру МЦМФ и являющихся государственной и муниципальной собственностью;
- управление холдинговой структурой в качестве собственника компаний, предоставляющих услуги членам МЦМФ.

## **Часть 5**

### **Московская комплексная программа развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику региона**

Российская экономика находится на переходном этапе, поэтому еще не все рыночные механизмы в ней развились в полной мере. Однако отдельные регионы быстрее других продвигаются к устойчивой рыночной экономике. В частности, в Москве уже созданы основные предпосылки для оживления рынка капиталов. Путем привлечения внешнего капитала с рынка ценных бумаг уже в ближайшие годы здесь можно достичь существенного снижения нагрузки на городской бюджет, выведя крупнейшие инвестиционные объекты на самофинансирование. Таким образом, по мере развития рынка ценных бумаг давление на бюджет Москвы, связанное с выполнением инвестиционных программ, должно снижаться, а эффективность функционирования экономических субъектов возрастать.

Осознание реальной ситуации в развитии экономики заставило Правительство Москвы обратить внимание на рынок ценных бумаг как на источник инвестиций и предпринять усилия для того, чтобы направить в нужное русло развитие регионального рынка. Это находит подтверждение в соответствующих публичных заявлениях Мэра и членов московского правительства, в создании специальных городских структур для контроля над рынком ценных бумаг, участии города в развитии инфраструктуры рынка и поддержке им организованных рынков (биржи и фондовые центры для населения), в активном формировании нормативно-правовой базы на региональном уровне, вворачивании специальных городских программ по развитию рынка

ценных бумаг. Фактически в настоящее время рынок ценных бумаг стал одним из основных рычагов проведения экономической политики Правительства города.

С помощью этого рычага сегодня делается попытка скорректировать некоторые негативные последствия массовой приватизации. Несмотря на предпринятые в свое время Правительством Москвы попытки избежать поспешной, беспорядочной продажи государственной собственности в ходе обвальной приватизации, полностью упорядочить этот процесс не удалось. В результате был существенно ослаблен государственный контроль над большинством приватизированных предприятий, потеряна возможность регулировать производство товаров и услуг в интересах общества. Новые собственники, отчасти из-за неумения действовать в сложной экономической ситуации, а отчасти в личных интересах резко снизили объемы получаемой предприятиями прибыли. В результате поступающие в городской бюджет доходы в виде налогов существенно сократились.

Возможности административного влияния на негосударственные предприятия в условиях рыночной экономики крайне ограничены. Поэтому для Правительства города резко возросла значимость рынка ценных бумаг, инструменты которого позволяют оказывать эффективное воздействие на негосударственные предприятия. Имея в собственности пакеты акций важнейших московских предприятий, правительство получает возможность управлять ими и, следовательно, – оптимизировать поток доходов в городской бюджет и определять социально-экономическую стратегию предприятий.

Проводимая в 1991-1993 гг. Госкомимуществом России так называемая политика коммерциализации, целью которой было разделение производственных комплексов перед приватизацией на отдельные блоки, оказалась явно ошибочной. Раздробленные предприятия потеряли финансовую устойчивость. Налаживание между ними связей на новой рыночной основе (в неблагоприятных экономических условиях) оказалось непосильной для них задачей. Низкий уровень руководства, зачастую осуществляемого непосредственно собственниками предприятий, не позволил эффективно использовать финансово-экономические рычаги рыночной экономики. Вследствие повышенного риска инвестирования в такие предприятия последние оказались малопривлекательными как для отечественных, так и для иностранных инвесторов. Консолидировать такие предприятия в единые высокоэффективные производственные комплексы можно только с помощью инструментов рынка ценных бумаг.

Перечисленные выше факторы делают рынок ценных бумаг для

правительства города не только инструментом привлечения инвестиций:

- с помощью механизмов рынка ценных бумаг правительство получает возможность скорректировать отдельные ошибки, произошедшие в ходе проведения ускоренной приватизации;
- инструменты рынка ценных бумаг позволяют устранить структурные диспропорции, возникшие в ходе деления собственности на федеральную и муниципальную;
- из множества мелких акционерных обществ, неспособных развиваться в одиночку, с помощью инструментов рынка ценных бумаг появляется возможность под государственным контролем создать мощные производственные единицы, конкурентоспособные на международном рынке.

Исключительно важной является и другая сторона рынка ценных бумаг. Этот рынок представляет собой очень динамичный сектор экономики. Он может и должен приносить прямой доход городской казне. Торговля ценными бумагами сегодня относится к числу наиболее прибыльных видов деятельности. Следовательно, профессиональные участники рынка, наряду с экспортерами, потенциально являются крупными плательщиками налога на прибыль. В недавнем прошлом кредитные организации давали городскому бюджету более 20 % всего собираемого налога с прибыли. Постепенно снижение инфляции и кризис на рынке государственных ценных бумаг привели к весьма заметному уменьшению этих поступлений. Так как более 80 % российского рынка ценных бумаг сосредоточено в Москве, в случае быстрого восстановления отечественного фондового рынка эти потери бюджета можно восполнить за счет поступлений от профессиональных участников рынка ценных бумаг. К сожалению, из-за особенностей сложившегося в России рыночного механизма, ориентированного на зарубежные финансовые институты, прибыли от сделок, совершаемых на отечественном рынке, минуют бюджет города и уходят в оффшорные зоны. Поэтому возникает необходимость в создании системы реального контроля над функционирующим в городе рынком ценных бумаг, позволяющей учитывать государственные интересы. Такой контроль со стороны городских властей способен стать одной из опор городского бюджета.

В рационально выстроенной системе государственного контроля над рынком ценных бумаг бюджетные расходы на регулирование многократно окупаются. Например, годовой бюджет Комиссии по ценным бумагам и биржам США составляет примерно 700 млн. долл.

Между тем она обеспечивает следующие поступления в бюджет:

- ежегодные поступления в бюджет от штрафов, налагаемых Комиссией по ценным бумагам и биржам на участников рынка ценных бумаг, составляют около 1 млрд. долл.;
- налоги, перечисляемые в бюджет в ходе эксплуатации системы электронной торговли NASDAQ, ежегодно составляют свыше 150 млн. долл.;
- прочие налоги и сборы от участников фондового рынка дают бюджету свыше 1,3 млрд. долл. ежегодно.

Планы Правительства Москвы в отношении регионального рынка ценных бумаг раскрываются в специальном постановлении от 15 июля 1997 г. № 531 «О состоянии рынка корпоративных ценных бумаг и привлечении инвестиций в экономику Москвы с использованием его инструментов», проект которого готовился по инициативе Московского регионального отделения ФКЦБ. Этим постановлением была утверждена Комплексная программа деятельности Правительства Москвы. В программе получили отражение шесть блоков основных проблем.

**В первом блоке** описаны механизмы совершенствования управления муниципальными долями и пакетами акций в приватизированных предприятиях. На сегодня их общая рыночная стоимость составляет около ста миллиардов рублей, а доходы бюджета за три последних года – около двух десятков миллионов рублей. С целью повышения отдачи от этой собственности в Комплексной программе разработаны последовательные шаги и конкретные мероприятия, назначены их конкретные исполнители.

**Второй блок** содержит подробные процедуры по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг, которые основываются на использовании складывающихся в регионе предпосылок для размещения вторичных эмиссий акций и корпоративных облигаций. Кризис на рынке государственных ценных бумаг создал условия для высвобождения финансовых ресурсов, которые могут быть направлены в более доходные и менее рискованные вложения. Однако оказалось, что не все предприятия готовы их принять. Очень часто на предприятиях даже отсутствуют хорошо проработанные инвестиционные проекты, которые ориентировались бы на наиболее дешевый источник ресурсов – рынок ценных бумаг. Поэтому самый большой блок Комплексной программы содержит мероприятия по работе с предприятиями: от организации системы обучения руководителей и специалистов до оказания им методической помощи при подготовке и проведении эмиссии. Чтобы сдвинуть процесс с мертвой точки, в программе

предлагаются меры по созданию благоприятных экономических условий в ходе реализации эмиссионных проектов. Кроме того, в ней конкретизирован порядок использования административных рычагов для активизации и контроля этого процесса.

**Третий блок** Комплексной программы посвящен проблемам развития инфраструктуры. Необходимым условием успешного функционирования рынка является наличие развитой инфраструктуры – благоприятной среды для оборота инвестиций. Только при соответствующей инфраструктуре национальный рынок будет способен принять крупные инвестиции и прекратит выполнять исключительно функции перераспределения собственности.

В Комплексной программе предусмотрены меры по созданию активной инвестиционной среды, являющейся проводником внутренних финансовых потоков. С целью снижения различных инфраструктурных рисков предусматривается проведение политики внедрения новейших стандартов деятельности профессиональных участников рынка, автоматизации контроля, страхования рисков, перевода бухгалтерской отчетности на международные стандарты. Предусматриваются также специальные комплексы мер по совершенствованию расчетно-клиринговых операций, стимулированию профессиональных участников рынка к работе с населением, организационной и методической поддержке регистраторов, депозитариев, фондовых бирж, коллективных инвесторов и других профессиональных участников рынка.

**В четвертом блоке** описывается этапность создания эффективной информационной среды. Информационная прозрачность рынка является одним из главных условий его развития. Если инвестор не получит достоверной и полной информации о предприятии, у него не возникнет уверенности в том, что инвестиции в такое предприятие дадут ему прибыль. Если руководитель предприятия не получит возможности хорошо ориентироваться на рынке ценных бумаг, он никогда не решится на дополнительную эмиссию. Таким образом, всем сторонам инвестиционного процесса, включая посредников, необходима качественная информация. Поэтому в программе данному вопросу уделяется особое внимание.

**Пятый блок** включает вопросы по изменению нормативно-законодательной базы. В течение последних шести лет стремительно растущий российский рынок постоянно обгонял законодательный процесс. В 1994 г. это привело к появлению «финансовых пирамид», основательно подорвавших доверие населения. Неурегулированность налоговых вопросов, в результате чего инвестиции облагаются в большей мере, чем идущие на потребление средства, сдерживает ин-

вестиционную активность. В программе эти вопросы детально систематизируются, предлагается план их решения. Часть этих вопросов планируется решить на уровне Правительства Москвы и Московской городской Думы, часть – путем обращения в Правительство Российской Федерации и Федеральное Собрание.

**Шестой блок** содержит долгосрочные элементы: разработку и реализацию рекламной политики, проведение пропаганды среди населения и т. д. В Программе планируется активизация создания в городских округах системы универсальных фондовых центров, ориентированных на привлечение средств частных инвесторов. С целью повышения качества работы на всех участках рынка ценных бумаг предлагается развернуть систему профессионального обучения, как среди сотрудников городских департаментов, имеющих отношение к рынку ценных бумаг, так и среди сотрудников следственных органов и судов, что заметно повышает эффективность правовой защиты инвесторов. Кроме того в программе запланированы конкретные действия по укреплению правопорядка среди участников московского рынка ценных бумаг.

В настоящее время значительная часть Комплексной программы реализована. Результаты этой реализации рассматривались на специальном заседании Правительства Москвы, принявшем постановление от 6 октября 1998 г. № 763 «О ходе выполнения Комплексной программы развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику Москвы».

Это постановление содержит новый комплекс мер, которые необходимо предпринять для развития московского регионального рынка в более сложных условиях – условиях финансового кризиса. Данные меры были разработаны по результатам научного анализа проблем отечественного рынка ценных бумаг, проделанного Московским региональным отделением ФКЦБ в 1997-1998 гг.

В частности, анализ показал, что одной из важных проблем, с которой сталкиваются частные инвесторы на рынке ценных бумаг, является несовершенство налогообложения. Порядок взимания с физических лиц подоходного налога с доходов, полученных на рынке ценных бумаг, настолько сложен, что отталкивает профессиональных участников от работы с населением. Это же обстоятельство создает множество проблем и самим инвесторам, затрудняящимся с определением размеров своей налогооблагаемой базы и конкретных ставок, которые в зависимости от имеющихся льгот и сумм доходов меняются в значительных пределах. В целом налоговые сборы от частных инвесторов относительно невелики: за 1998 г. год их общая сумма по Мо-



ске едва достигла миллиона рублей. Поэтому в соответствии с рекомендациями Московского регионального отделения ФКЦБ и по инициативе Правительства Москвы Московская городская Дума приняла Закон города Москвы от 24 марта 1999 г. № 10 «О внесении изменений и дополнений в Закон города Москвы от 2 июля 1977 года № 26 “О льготах по подоходному налогу с физических лиц”». В соответствии с этим актом доходы проживающих в Москве физических лиц, получаемые от продажи ценных бумаг, освобождаются от подоходного налога в бюджет города Москвы.

При анализе финансового состояния московских предприятий было выявлено, что в различных департаментах Правительства Москвы используются несовместимые подходы к оценке работы курируемых ими предприятий. Таким образом, общая картина по городу оказывалась фрагментарной, оценки финансово-экономической деятельности предприятий – несопоставимыми. С целью повышения контроля над эффективностью работы предприятий с долями города в Московском региональном отделении ФКЦБ была разработана унифицированная система оценки результатов деятельности предприятий, утвержденная постановлением Правительства Москвы № 763. Эта система основана на лучшем мировом и отечественном опыте, что позволяет задать единые научно обоснованные ориентиры в управлении предприятиями с долями Москвы. Согласно экономической теории, производственные экономические системы обладают определенной инерционностью. Поэтому анализ финансовых показателей предприятий за прошлые годы может дать определенный прогноз на будущее. Причем такой анализ дает собственнику предприятия представление не только об ожидаемой динамике реализации продукции, но и о качестве управления предприятием. Он позволяет выявить, насколько оптимально осуществляются производственные затраты, и по каким каналам распределяется прибыль. В результате может быть получен прогноз дивидендного потока и справедливой рыночной стоимости предприятия, которая является основой для оценки реальной стоимости городских пакетов акций.

Другая проблема состояла в том, что поступающая в государственные статистические органы до начала 1999 г. статистическая отчетность не содержала многих действительно важных для оценки деятельности предприятий показателей. Поэтому постановлением Правительства Москвы № 763 были утверждены новые формы отчетности, которые позволяют оценить не только текущее финансово-экономическое состояние предприятий, но и динамику их развития. Заполнение этих форм стало обязательным для предприятий с долями города в уставных капиталах с 1 января 1999 г. Одновременно были утвер-

ждены новые стандарты аудита, которые существенно повысили ответственность независимых аудиторов за объективную оценку важнейших финансовых параметров предприятий.

Проделанный в Московском региональном отделении ФКЦБ анализ показал, что финансовая отдача от активов, входящих в инвестиционный портфель Москвы, чрезвычайно низка. Например, отношение суммы полученных городом в 1997 г. дивидендов к балансовой стоимости принадлежащих ему пакетов акций составило 0,16 %. Если учесть, что балансовая стоимость пакетов, исчисленная по стоимости имущества предприятий на конец 1991 г., по крайней мере, на порядок ниже их справедливой рыночной цены, то так называемый показатель дивидендной доходности инвестиций Москвы оказывается менее 0,02 %. Иными словами, если дивиденды и далее поступали бы теми же темпами, то срок окупаемости данных инвестиций составил бы 5 тысяч лет. Сложившаяся ситуация во многом определяется тем, что официальные представители города часто не могут отстаивать его интересы в органах управления акционерных обществ. Меры, направленные на решение этой проблемы, были намечены постановлением Правительства Москвы от 21 июля 1998 г. № 556, во исполнение которого постановлением № 763 было предписано провести аттестацию всех представителей города, а в необходимых случаях – их специальное обучение. Постановлением № 763 было также утверждено специальное Положение о порядке проведения аттестации представителей интересов города Москвы в хозяйствующих субъектах.

С целью более широкого вовлечения населения в инвестиционный процесс по предложению Московского регионального отделения ФКЦБ Правительством Москвы была утверждена городская программа массового просвещения населения в области инвестиций и рынка ценных бумаг.

С принятием Постановления № 763 Правительство Москвы четко обозначило свои ближайшие и перспективные цели по регулированию регионального рынка ценных бумаг, достижение которых координируется Комплексной программой развития рынка корпоративных ценных бумаг с целью привлечения инвестиций в экономику региона. Научная основа этой программы непрерывно дорабатывается в Московском региональном отделении ФКЦБ, взявшем на себя роль методического центра по развитию регионального рынка ценных бумаг. По результатам этой работы Правительство Москвы регулярно принимает дополнительные решения, обеспечивающие выполнение Комплексной программы.