

Опубликовано на нашем сайте: 18 апреля 2003 г.

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**На правах рукописи**

**ББК: 65(2P)262.29  
М63**

**Миркин Яков Моисеевич**

**Российский рынок ценных бумаг:  
влияние фундаментальных факторов, приоритеты  
и механизм развития**

**08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит**

Диссертация  
на соискание ученой степени доктора  
экономических наук

**Москва 2003**

## Содержание

*Стр.*

Введение	4
1. Развитие фондового рынка: теоретический и фактологический базис исследования	18
1.1. Ключевые концепции рынка ценных бумаг и фундаментальные факторы, определяющие его развитие	18
1.2. Количественные параметры рынка как объекта исследования	69
1.3. Внешние факторы, воздействующие на российский фондовый рынок	109
2. Внутренние фундаментальные факторы, формирующие рынок ценных бумаг	145
2.1. Политический, экономический и социокультурный выбор общества: воздействие на фондовый рынок	145
2.1.1. Типы современных обществ и сценарии развития рынка ценных бумаг	145
2.1.2. Традиционные ценности населения и фондовый рынок	161
2.1.3. Модели рыночной экономики и структура собственности: как они определяют структуру фондового рынка	174
2.1.4. Смешанные экономики переходных и развивающихся стран: модели фондовых рынков	189
2.2. Отраслевые и макрофинансовые факторы формирования фондового рынка	194
2.2.1. Воздействие на фондовый рынок финансовой и отраслевой структуры хозяйства	194
2.2.2. Макрофинансовая политика государства и кризис рынка ценных бумаг 1998 года: причинно – следственные связи	219
2.3. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России	233
3. Российский рынок ценных бумаг в кратко- и среднесрочной перспективе: воздействие фундаментальных факторов	275
3.1. Прогнозная модель российского фондового рынка	275
3.2. Дискуссионные идеи и концепции, предлагаемые российскому рынку	308

4.	Отечественный рынок ценных бумаг: приоритеты и механизм развития	345
4.1.	Реструктурирование системы регулирования рынка ценных бумаг	345
4.1.1.	Приоритеты регулятора фондового рынка и организационные аспекты	345
4.1.2.	Взаимодействие финансовых регуляторов на рынке ценных бумаг	361
4.1.3.	Уроки кризиса: оперативные действия в период кризиса и методы предупреждения будущих кризисов	363
4.2.	Долгосрочная политика государства: общеэкономические условия обращения и предложение ценных бумаг	372
4.2.1.	Макрофинансовая политика государства и воздействие на объем, структуру и качественные характеристики фондового рынка	373
4.2.2.	Защита инвесторов и создание справедливого, эффективного и прозрачного рынка	387
4.2.3.	Расширение предложения ценных бумаг	392
4.3.	Институциональные аспекты долгосрочной политики государства на фондовом рынке	401
4.3.1.	Реструктурирование отрасли ценных бумаг и изменение операционной структуры	401
4.3.2.	Развитие рынков и организаторов торговли	408
4.3.3.	Содействие эмитентам в привлечении инвестиций на фондовом рынке	447
4.3.4.	Стимулирование спроса инвесторов на ценные бумаги	454
4.4.	Конкурентоспособность фондового рынка: система мер, содействующих ее повышению	465
	Заключение	485
	Приложения	490
	Литература	561

## ***Введение***

Рынки ценных бумаг являются одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулирования роста производства. Вместе с тем мировые рынки ценных бумаг, как показывает опыт многих десятилетий, могут быть источниками масштабной финансовой нестабильности, макроэкономических рисков и социальных потрясений. Особенно проблемными являются формирующиеся фондовые рынки, к числу которых принадлежит российский, являвшийся в 90-е годы при незначительных масштабах одним из самых рискованных фондовых рынков мира.

Воссозданный в начале 90-х годов после многолетнего перерыва, российский рынок ценных бумаг не выполнил в прошлое десятилетие свою основную функцию – перераспределение денежных ресурсов в реальный сектор на покрытие потребностей в инвестициях, формирование рыночной оценки бизнеса. Вместо этого сформировался очень небольшой, спекулятивный, с высокой долей иностранных краткосрочных инвесторов рынок, который был сверхконцентрирован в Москве и охватывал обращение ограниченной группы ценных бумаг. Свободное движение капиталов (либерализация иностранных инвестиций на рынке государственных ценных бумаг и преобладание оффшорных расчетов на рынке акций) при искусственно завышенной доходности финансовых активов и закреплённом валютном курсе рубля создавали широкие возможности для спекулятивных разогревов рынка и последующих крупных его падений. Олигополистическая структура рынка, его информационные асимметрии, сверхконцентрация на нескольких ценных бумагах определяли неизбежность манипулирования ценами. Рынок корпоративных ценных бумаг был в основном отделен от внутренних инвесторов, его движение определялось внешними рынками и спросом спекулятивных иностранных инвесторов.

Следствием указанных и многих других проблем российского фондового рынка стал финансовый кризис 1997 – 1998 гг., который фактически разрушил отрасль ценных бумаг и поставил вопрос о новой, более результативной стратегии развития рынка ценных бумаг в России. Вместе с тем в 1999 - 2001 гг.

были сделаны лишь ограниченные попытки государства и большей части профессионального сообщества понять уроки кризиса, оценить его фундаментальные причины, создать политику, которая обеспечила бы позитивное развитие финансового сектора, прежде всего, рынка ценных бумаг. Российский рынок акций восстанавливается в прежнем – рискованном, не связанном с инвестициями - качестве.

В этой связи **актуальной научной проблемой**, имеющей важное макроэкономическое значение, является создание долгосрочной стратегии развития российского рынка ценных бумаг на основе теоретического исследования фундаментальных факторов, влияющих на фондовые рынки и их конкурентоспособность, объективного анализа итогов формирования отрасли ценных бумаг в России в 90-е годы, оценки международного опыта развития рынков ценных бумаг и проведения государствами макроэкономических стратегий в этой области.

**Степень разработанности проблемы.** Большинство публикаций, относящихся к области фондового рынка, появившихся в последнее десятилетие, имеет микроэкономический характер, либо рассматривает зарубежные рынки ценных бумаг, отдельные аспекты становления этого рынка в России. Значительное место этим вопросам уделено в монографиях и статьях М.Ю.Алексеева, Б.И.Алехина, А.В.Аникина (зарубежные фондовые рынки), О.В.Буклемишева (рынок еврооблигаций), А.И.Буренина (структура и основы формирования срочного и фондового рынков, макроэкономические аспекты функционирования рынков), Ф.И.Ерешко (финансовый инжиниринг), А.В.Захарова (развитие фондовых бирж), А.В.Костикова (ценные бумаги регионов), В.Д.Миловидова (инвестиционные фонды, проблемы инвестиций на фондовом рынке), Д.М.Михайлова (международные рынки капиталов), В.Т.Мусатова (фондовые биржи), А.Д.Радыгина (собственность и институциональная структура рынка), Б.Б.Рубцова (зарубежные фондовые рынки), Е.В.Семенковой (структура фондового рынка, рынки корпоративного контроля), Ю.С.Сизова и А.Ю.Симановского (система государственного регулирования фондового рынка, политика государства на рынке), В.А.Тарачева (ценные бумаги регионов), Р.М.Энтова (институциональная структура рынка, проблемы инвестиций в ценные бумаги) и др. Сохраняют значение

фундаментальные исследования, осуществленные в XX веке М.И.Боголеповым, Э.Я.Брегелем, И.А.Трахтенбергом, Л.Н.Яснопольским.

Зарубежные исследования в большинстве случаев не содержат комплексного исследования проблем развития фондовых рынков и макроэкономических стратегий в этой области, останавливаясь на отдельных аспектах таких стратегий, группах проблем или особенностях отдельных рынков. Наиболее глубокие исследования в рассматриваемой области и обширная база данных были сосредоточены в 90-е годы в группе Всемирного банка (World Bank), Международного валютного фонда (IMF), Банка международных расчетов (BIS), в таких профессиональных ассоциациях, как Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Всемирная федерация бирж (WFE), во вновь созданных после кризиса конца 90-х годов международных структурах, решающих задачу создания новой мировой финансовой архитектуры. Известны публикации Р.Вишны, С.Дианкова, Ш.Каломириса, Ш.Киндельбергера, А.Левита, Р.Ла Порта, Р.Левин, Ф.Мишкина, Р. фон Розена, Дж.Сороса, Б.Тэйлора, П.Фишера, А.Шляйфера (взаимосвязь развития фондового рынка и экономического роста, структура собственности как фактор, определяющий модель рыночной экономики, причины и методы предупреждения финансовых кризисов, политика развития национальных фондовых рынков).

По-прежнему важен поиск теоретических обобщений в области рынка ценных бумаг, которые бы, используя категориальный аппарат, разработанный отечественной наукой о финансах и кредите, были бы обращены в значимой мере к результатам, накопленным зарубежными школами в многолетних исследованиях развитых фондовых рынков. Финансовым и научным сообществом во многом не подведены итоги развития рынка ценных бумаг России в последнее десятилетие, отсутствует его макроэкономический анализ в сравнении с другими формирующимися рынками, который бы относился не к отдельным аспектам функционирования рынка, но к фондовому рынку как целостному явлению. Из прошлого не в полной мере извлечены уроки, которые бы снизили риски рынка в будущем.

Вместе с тем по-прежнему остается открытым вопрос о выявлении и анализе комплекса фундаментальных факторов, определяющих сценарии

развития формирующихся рынков ценных бумаг и связанных с экономическим и политическим выбором общества, моделями рыночных экономик, традиционными ценностями населения, динамикой цен на ресурсы, длительными экономическими циклами и др. В существенной мере незаполненным остается пространство для исследований на макроэкономическом уровне фондового рынка, созданного в 90-е годы в России, его модели, сложившейся роли и объективных черт как механизма перераспределения денежных ресурсов. В литературе отсутствует анализ уроков финансового кризиса 1997-98 гг. как основы комплекса мер по реструктурированию фондового рынка, необходимых для предупреждения будущих кризисов.

Отечественной наукой не решена задача прогноза структуры и динамики рынка ценных бумаг, основанного на исследовании воздействующих на него фундаментальных факторов и сложившейся модели рынка. Не дан ответ и на вопрос о долгосрочной макроэкономической политике, ее приоритетах и механизме ее реализации, обеспечивающих устойчивое развитие рынка ценных бумаг, снижение его рисков, рост доли ресурсов, перераспределяемых через этот рынок на цели инвестиций в реальный сектор.

Проблемной остается роль государства на рынке ценных бумаг, его деятельность на рынке нуждается в расширенном реструктурировании (наравне с рынком ценных бумаг как системой). Анализ конкурентной среды, в которой действует российский фондовый рынок, осуществляется в ограниченном объеме, не рассматриваются возможности роста его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками за счет осуществления программы специальных мер, направленных на решение этой задачи.

Все это определяет актуальность и направления диссертационного исследования.

***Цель и задачи исследования.*** Целью исследования является разработка концепции развития российского рынка ценных бумаг на основе анализа его современного состояния, определения воздействующих на него фундаментальных факторов и обусловленных ими причинно-следственных связей, обоснования модели рынка, среднесрочного прогноза его структуры и динамики, выявления

приоритетов и перспективного механизма развития российского рынка ценных бумаг в контексте макроэкономической политики государства.

Для достижения этой цели поставлены следующие задачи:

-развить теоретические взгляды на сущность ценных бумаг и формы ее проявления во взаимосвязи с движением периодически высвобождаемой из оборота стоимости; на этой основе определить на теоретическом уровне и фактологически обосновать систему внешних и внутренних фундаментальных факторов, ключевых причинно-следственных связей, формирующих модель, структуру и динамику развития рынков ценных бумаг, их способность к перераспределению стоимостных ресурсов; осуществить анализ влияния таких факторов, как структура собственности, роль государства в экономике, длинные экономические циклы, цены на нефть, взаимосвязь с другими рынками, финансовая и отраслевая структура хозяйства и другие;

-дать макроэкономическую характеристику российского рынка ценных бумаг в сравнении с другими развитыми и формирующимися рынками, осуществить анализ итогов его развития и выявить особенности действия на нем фундаментальных факторов и важнейшие проблемы рынка;

-на этой основе определить прогнозную модель российского рынка ценных бумаг, объективно складывающуюся под воздействием фундаментальных факторов и современного состояния рынка ценных бумаг, отражающего итоги его развития с начала 90-х годов;

-оценить концепции, предлагаемые для реструктурирования российского рынка ценных бумаг, с позиций их соответствия модели рынка, экономической ситуации и конечного эффекта, который вызовет их внедрение;

-определить среднесрочные приоритеты развития российского рынка ценных бумаг, связанные с повышением его роли как механизма перераспределения инвестиций в реальный сектор, снижением рисков, обеспечением честности и справедливости ценообразования, ростом операционной способности;

-исследовать сложившуюся роль государства на российском фондовом рынке и обосновать изменения в его политике и методах регулирования, направленные на более активное содействие в развитии рынка ценных бумаг и в выполнении его макроэкономических функций;



-выявить связанные параметры политики государства в денежно-кредитной и финансовой сферах, в области движения капиталов и рынка ценных бумаг, при которых нарушается устойчивость рынка ценных бумаг и других секторов финансового рынка, и на этой основе предложить меры, ограничивающие системный риск и предупреждающие финансовые кризисы;

-разработать комплекс мер по реструктурированию рынка ценных бумаг, снижению его рисков и развитию операционной способности, учитывающих международный опыт и охватывающих основные категории участников рынка, торговых систем и финансовых инструментов;

-осуществить анализ конкурентной среды, в которой функционирует российский рынок ценных бумаг, и на этой основе предложить решения макроэкономического и отраслевого значения, которые обеспечивали бы рост его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования в работе выступает российский рынок ценных бумаг, рассматриваемый в сопоставлении с зарубежными развитыми и формирующимися фондовыми рынками, на основе анализа воздействующих на него фундаментальных факторов. Предметом исследования служат причинно – следственные связи и тенденции, определяющие развитие российского рынка ценных бумаг, а также механизм его перехода в более зрелую фазу, позволяющую обеспечить привлечение инвестиций в реальный сектор, снижение рисков, лежащих на рынке, и рост его конкурентоспособности.

**Методология и методика исследования.** Методологической базой исследования являются диалектическая теория развития, фундаментальные положения экономической теории (марксистская традиция, институционализм, теория социального рыночного хозяйства), включающие анализ и теоретическое обобщение сущности, функций, роли и процессов функционирования кредита, фиктивного капитала, финансовых рынков. Использован категориальный аппарат, развитый отечественной научной школой в области кредита и банков. Исследование основывалось на методологии системного анализа, дающей возможности раскрыть структуру и причинно-следственные связи внутри сложных социально-экономических систем, сформировать их модели, осуществить прогноз их развития и сформировать стратегии позитивных изменений. Широко исполь-

зовались сравнительный анализ, метод аналогий, статистическая обработка массивов эмпирических данных для выявления причинно-следственных связей и тенденций в развитии фондовых рынков, экстраполяция тенденций, экспертный анализ.

Логика диссертационной работы заключается в том, чтобы исходя из сущностного анализа ценных бумаг и рынка, на котором совершается их обращение, основываясь на исследовании состояния российского фондового рынка в сравнении со значительной группой развитых и формирующихся рынков, определить систему фундаментальных факторов, формирующих модель и динамику развития рынка ценных бумаг России; раскрыть причинно-следственные связи, лежащие в основе их воздействия; на этой основе разработать среднесрочный прогноз развития российского фондового рынка (определение его модели, объективных черт и макроэкономических параметров); исходя из прогноза предложить концепцию развития указанного рынка, включающую комплекс мер, направленных на рост инвестиционного потенциала рынка, снижение его рисков и укрепление конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками.

***Информационная база исследования.*** Для исследования внутренних аспектов организации российского рынка ценных бумаг использованы базы данных Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы (РТС), Национальной ассоциации участников фондового рынка, Банка России, ФКЦБ России, Регионального отделения ФКЦБ по Центральному федеральному округу, Минфина РФ, Госкомстата РФ, данные полевых исследований структуры собственности и другие.

Исследование российского рынка в международном контексте основано на анализе информации из баз данных Всемирного банка, Всемирной федерации бирж, Банка международных расчетов, Международной ассоциации комиссий по ценным бумагам, ОЭСР, Международной финансовой корпорации, Комиссии по ценным бумагам и биржам США и других национальных регуляторов, Франкфуртской, Нью-Йоркской, Лондонской и других фондовых бирж, Национального бюро экономических исследований (США), Standard&Poor's, Morgan Stanley Capital International, Bank of New York и др.

Исследование выполнено в рамках п. 4.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 4.2. «Модели функционирования рынка ценных бумаг», п. 4.3 «Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов», п. 4.6. «Государственное регулирование фондового рынка», п. 4.10. «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли» раздела 4 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» Паспорта специальности 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

*Научная новизна результатов исследования* состоит в теоретическом обосновании системы фундаментальных факторов, воздействующих на российский рынок ценных бумаг, в раскрытии на объемном фактологическом материале причинно-следственных связей между факторами и состоянием и динамикой развития фондового рынка, в разработке на этой основе прогнозной модели российского рынка ценных бумаг, в формировании, основываясь на прогнозной модели, концепции развития этого рынка как системы мер, охватывающей его важнейшие институты, процессы и инструменты.

Раскрыты особенности и фундаментальные свойства ценных бумаг как формы, опосредствующей движение периодически высвобождаемой из оборота стоимости. Определены линии связи теоретических разработок в области кредита, осуществленных отечественной экономической школой, и исследований сущности и форм ее проявлений в предметной области ценных бумаг, фондового рынка, фиктивного капитала. Дана сущностная характеристика рынка ценных бумаг во взаимосвязи с его функциями. Определена, теоретически обоснована и подтверждена исследованиями практики система фундаментальных факторов, воздействующих на способность рынка ценных бумаг к перераспределению денежных ресурсов.

Осуществлен расчет макроэкономических параметров российского рынка ценных бумаг, проведена их аналитическая интерпретация в сопоставлении с большой группой развитых и формирующихся рынков и на этой основе дана системная характеристика таких проблем и диспропорций рынка, как невыполнение основных функций, одна из самых высоких в мире волатильность, фрагментарность, олигополия, спекулятивный характер инвесторов, региональная

сверхконцентрация, низкая операционная способность, зависимость от внешних факторов и другие.

Определена система наиболее значимых внешних и внутренних фундаментальных факторов, формирующих модель и динамику развития российского рынка ценных бумаг в качестве одного из формирующихся рынков. Показана зависимость российского и других рынков от мировых длинных экономических циклов, среднесрочных колебаний цен на нефть, от крупных рынков, находящихся в кризисном состоянии. Раскрыт механизм воздействия на модель и динамику рынков ценных бумаг, включая российский рынок, таких фундаментальных факторов, как структура собственности, политический и социально-экономический выбор общества, традиционные ценности населения, финансовая и отраслевая структура экономики (степень насыщенности ее денежными ресурсами, использование государством внутренних денежных ресурсов, рост цен, денежная и финансовая политика государства и др.).

На этой основе разработан прогноз развития российского рынка ценных бумаг на перспективу, включающий определение его модели, объективных черт и макроэкономических параметров, формирующихся под влиянием накопленных диспропорций в организации рынка, под воздействием структуры собственности в России, политического и социально-экономического выбора общества и других фундаментальных факторов. Доказана неправомерность реструктурирования рынка ценных бумаг на основе дискуссионных концепций мегарегулятора и разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела.

Исследование современного состояния фондового рынка, факторов, на него воздействующих, и формирование прогнозной модели рынка дали возможность разработать концепцию развития российского рынка ценных бумаг, включающую приоритеты и механизм развития рынка, а именно - комплекс мер, обеспечивающих повышение роли рынка в инвестициях в реальный сектор, снижение рисков, обеспечение честности и справедливости ценообразования, рост операционной способности рынка. В частности, предложена концепция «новой роли» государства на отечественном рынке ценных бумаг и определена программа действий со стороны государства и ведомств, представляющих его интересы, направленная на содействие развитию и на реструктурирование

фондового рынка, снижение излишней регулятивной нагрузки, предупреждение и ослабление финансовых кризисов.

В рамках концепции развития российского рынка ценных бумаг предложена система мер по реструктурированию брокерско-дилерских компаний, по диверсификации предложения ценных бумаг, созданию новых сегментов рынка, изменению архитектуры торговых систем, по выводу предприятий на рынок и работе с эмитентами, по диверсификации акционерной собственности как основы ликвидного рынка, по налоговому стимулированию денежного спроса на корпоративные ценные бумаги, по дополнительной защите инвесторов от нарушений честности и справедливости механизма ценообразования.

В целях укрепления конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг предложена концепция формирования нового регионального финансового центра (“Финансовая площадка Россия”), основанная на создании семейства специализированных рынков для международных финансовых операций, способных привлекать для обращения финансовые активы стран СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы, а также других стран.

*Практическая значимость диссертационной работы* заключается в том, что результаты исследования, относящиеся к развитию теоретических концепций рынка ценных бумаг, к обоснованию системы воздействующих на него фундаментальных факторов, к разработке сценарных прогнозов и системы среднесрочных мер по развитию рынка, могут широко применяться Государственной думой РФ, органами исполнительной власти, регулирующими рынок ценных бумаг (ФКЦБ России, Банком России, Министерством финансов РФ и др.), саморегулируемыми организациями (Национальной фондовой ассоциацией и др.), торговыми системами (ММВБ и РТС) и другими инфраструктурными институтами рынка, коммерческими банками и брокерско-дилерскими компаниями в их деятельности по расширению инвестиционного потенциала российского фондового рынка и снижению его рисков. Результаты исследования могут быть использованы в программах высшего и дополнительного профессионального образования – для разработки стандартов и иного методического обеспечения в рамках Учебно-методического объединения вузов по специальностям 060400 «Финансы и кредит», 060500 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 060600 «Мировая экономика»; для преподавания в вузах учебных дисциплин «Рынок

ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Рынки ценных бумаг зарубежных стран», «Государство на рынке ценных бумаг».

Самостоятельную практическую ценность имеют рекомендации автора по:

- приложению результатов исследования (выявленные тенденции, причинно-следственные связи и прогнозные сценарии в системе фундаментальных факторов, воздействующих на российский рынок ценных бумаг) к разработке государством и профессиональным сообществом стратегии развития фондового рынка, к регулированию его рисков и устойчивости;
- изменению политики государства на рынке ценных бумаг и методов регулирования с тем, чтобы обеспечить более активную роль государства в развитии рынка и снижении излишней регулятивной нагрузки на рынок;
- взаимной увязке денежной, финансовой, валютной, процентной политики государства в границах, обеспечивающих стимулирование экономического роста и устойчивое развитие рынка ценных бумаг, рост его способности к перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций в реальный сектор;
- введению долгосрочного программирования развития фондового рынка; реализации комплекса организационных мер, обеспечивающих подотчетность и взаимодействие финансовых регуляторов при выработке финансовой, денежно-кредитной политики и политики на рынке ценных бумаг;
- созданию постоянно действующей системы мониторинга, направленной на предупреждение финансовых кризисов, и программ совместных действий финансовых регуляторов в периоды чрезвычайных ситуаций;
- реструктурированию отрасли ценных бумаг и изменению ее операционной структуры; по развитию торговых систем (в части реорганизации биржевой сети, структуры собственности в этой области, коммерциализации организаторов торговли, развития новых рынков и

альтернативных торговых систем, усиления розничного характера рынков и др.);

- реализации системы мер, стимулирующих рост спроса и предложения на рынке ценных бумаг (налоговому стимулированию спроса на ценные бумаги, диверсификации структуры собственности и появлению новых классов инвесторов, организации работы с эмитентами на рынке ценных бумаг, расширению спроса на корпоративные ценные бумаги со стороны институциональных инвесторов и др.;
- повышению конкурентоспособности отечественного фондового рынка и реализации концепции «Финансовая площадка Россия», созданию специализированных сегментов фондового рынка для международных операций.

Главные теоретические выводы диссертации, составляющие ее научную новизну, доведены до конкретных практических рекомендаций по формированию стратегии развития отечественного рынка ценных бумаг, обеспечивающей рост его макроэкономического значения, снижение рисков рынка и увеличение денежных ресурсов, направляемых через рынок ценных бумаг на цели инвестиций в реальный сектор.

### *Методологический комментарий*

**Терминологические замечания:** Понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» используются в диссертационном исследовании как синонимы, что соответствует научной, деловой и языковой практике.<sup>1</sup> Синонимичны и термины «ценные бумаги» и «фондовые ценности».<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Общепотребительным являясь: фондовая биржа – это биржа ценных бумаг. По мнению Э.Я.Брегеля фондовые операции – это «операции, объектом которых служат различного рода ценные бумаги» (см. в кн. Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.:Госфиниздат, 1948. – С.171). Банковская энциклопедия 1913 г. указывает, что «объекты фондовых сделок – ценные бумаги» (Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии. – 1913.- С. 267). В Финансово-кредитном словаре 1988 г. отмечается, что «фондовые операции банков – операции с ценными бумагами» (Финансово-кредитный словарь. Том III. – М.: Финансы и статистика, 1988. – С.386). Советский энциклопедический словарь 1983 г. определяет фондовый капитал как «капитал, вложенный в ценные бумаги» (Советский энциклопедический словарь. – М.: Советская энциклопедия, 1983. – С.1416).

<sup>2</sup> Так, Рудольф Гильфердинг отмечал: «Биржа есть фондовый рынок. Под фондами мы разумеем здесь прежде всего «ценные бумаги» в самом общем смысле, всякие бумаги, являющиеся представительницами денежных сумм. Они распадаются на две главные группы: во-первых, свидетельства на деньги, представляющие не что иное, как долговые свидетельства, т.е. кредитные бумаги, на которых означена та денежная сумма, вместо которой они выданы; вексель – главный представитель этой категории. Вторую группой являются бумаги, которые представляют не самую денежную сумму, а доход на нее; они, в свою очередь, распадаются на два подразделения: на бумаги с постоянным доходом, свидетельства государственного долга и облигации, - и на дивидендные бумаги, акции». См. в кн.: Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С.140.

**Источники данных и сокращения, принятые в тексте, если не указано иное:**

Наименование организации		Источник данных
Банк России	-	<a href="http://www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>
Министерство финансов РФ	Минфин России	<a href="http://www.minfin.ru">www.minfin.ru</a>
Московская межбанковская валютная биржа	ММВБ	<a href="http://www.micex.com">www.micex.com</a>
Московская фондовая биржа	МФБ	<a href="http://www.mse.ru">www.mse.ru</a>
Российская торговая система	РТС	<a href="http://www.rtsnet.ru">www.rtsnet.ru</a>
Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг России	ФКЦБ России	<a href="http://www.fedcom.ru">www.fedcom.ru</a>
Bank for International Settlements / Банк международных расчетов	BIS	<a href="http://www.bis.org">www.bis.org</a>
International Federation of Stock Exchanges / Federation Internationale des Bourses de Valeurs / Международная федерация фондовых бирж	FIBV	<a href="http://www.fibv.com">www.fibv.com</a>
Переименована в конце 2001 г. в World Federation of Exchanges / Всемирная федерация бирж	WFE	<a href="http://www.world-exchanges.org">www.world-exchanges.org</a>
International Finance Corporation / Международная финансовая корпорация	IFC	<a href="http://www.ifc.org">www.ifc.org</a>
International Monetary Fund / Международный валютный фонд	IMF / МВФ	<a href="http://www.imf.org">www.imf.org</a>
International Organization of Securities Commissions / Международная организация комиссий по ценным бумагам	IOSCO	<a href="http://www.iosco.org">www.iosco.org</a>
International Securities Services Association	ISSA	<a href="http://www.issanet.org">www.issanet.org</a>
Morgan Stanley Capital International Inc.	MSCI	<a href="http://www.msci.com">www.msci.com</a>
Standard & Poor's	S&P	<a href="http://www.spglobal.com">www.spglobal.com</a>
World Bank / Всемирный банк	-	<a href="http://www.worldbank.org">www.worldbank.org</a>

**Валютные курсы:** при пересчете показателей, данных в российских рублях, в долларовое измерение применяются валютные курсы, опубликованные МВФ в сборниках “International Financial Statistics” (Rubles per US Dollar, End of Period (line ae) or Period Average (line rf)).

**Сокращенные наименования денежных единиц:** в тексте вместо наименования “доллар США” используется сокращение “долл.”

**Сопоставимость показателей:** если не указано иное, прямые сопоставления оборотов по сделкам с ценными бумагами делаются только по тем рынкам, где они учитываются по системе TSV (Trading System View). В рамках TSV собирается статистика только по сделкам, проходящим через торговый пол или электронную торговую систему биржи (в отличие от Regulated Environment View (REV) – учитывающей также внебиржевые сделки). Такой подход обеспечивает сопоставимость при анализе объемов и других показателей рынков ценных бумаг. В системе REV обороты выше от 1.2 –1.3 до 3-4 раз, чем при учете



по TSV. Международная статистика (публикации FIBV) содержит по одним рынкам данные в формате TSV, по другим – в REV.

Все моментные показатели приводятся по состоянию на конец периода.

# ***1. Развитие фондового рынка: теоретический и фактологический базис исследования***

## **1.1. Ключевые концепции рынка ценных бумаг и фундаментальные факторы, определяющие его развитие**

Исследование и прогноз развития рынка ценных бумаг неизбежно должны опираться на сущностные представления о ценных бумагах, о рынке, который формирует их обращение, о функциях, которые при этом выполняются в воспроизводственном процессе, о фундаментальных факторах, глубинно влияющих на фондовый рынок, на его развитие и способность к реализации указанных функций.

Теоретический анализ должен предваряться рядом *ограничительных замечаний*. *Во-первых*, если речь идет о финансовой науке, то ее концепции подвержены сильному влиянию практики и поэтому часто имеют жесткие временные рамки. Выводы, сделанные из наблюдений сегодня, могут иметь лишь частное или историческое значение через несколько десятков лет. Так, например, значение рынка акций в XIX – XX веках вряд ли совпадает с теоретическим суждением Адама Смита, который писал, исходя из известного ему опыта и ссылаясь на низкое качество управления в акционерных обществах, что «акционерные компании могут вести успешно, по-видимому, без исключительных привилегий только те предприятия, в которых все операции могут быть сведены к так называемой рутине или к такому единообразию методов, какое допускает немного или совсем не допускает изменений».<sup>3</sup>

*Во-вторых*, нельзя смешивать *теоретический анализ ценных бумаг* как *экономического явления* и как *юридической конструкции*.<sup>4</sup> Последнее относится к теории права, имеет значительную литературу, рассматривающую систему норм, правил общества, санкционированных государством и регулирующих общественные отношения, возникающие по поводу выпуска и обра-

---

<sup>3</sup> Смит Адам. Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962. – С.541. В частности, указывал А.Смит, «к предприятиям такого рода относятся: во-первых, банки, во-вторых, предприятия по страхованию от огня, от морского риска и каперства по время войны, в-третьих, сооружение и содержание судоходных каналов и, в-четвертых, подобные им предприятия, снабжающие водой большие города».

<sup>4</sup> Например, А.Б.Фельдман ставит вопрос о сущности и функциях акций как экономико-правового инструмента. Вместе с тем теоретический анализ, который им проведен, не имеет синтетического характера, имеет четкую последовательность – вначале рассмотрение сущности экономических отношений, связанных с акциями, затем оценка адекватности правовых конструкций (правовой формы), в которые облечены эти отношения. См. Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – С.4 –11.

ния ценных бумаг.<sup>5</sup> В этом контексте ценные бумаги представляются исключительно как «*юридические документы*», как «необходимое средство юридической техники в области организации крупных предприятий (акция), кредита (облигация, вексель), платежного оборота (чек, перевод), крупного товарного оборота (распорядительные бумаги)», а «понятие ценной бумаги получается в результате анализа функций, выполняемых в гражданском и торговом обороте юридическими документами... содержание которых удостоверяет те или иные, юридически значимые факты или основанные на них правоотношения...».<sup>6</sup> Сама же *теория* приобретает характер «юридической теории ценных бумаг»,<sup>7</sup> а «главной теоретической проблемой рынка ценных бумаг» становится, например, «определение правовой природы так называемых безналичных ценных бумаг».<sup>8</sup>

В более широком контексте *ключевым вопросом теории права ценных бумаг* является разрешение, по выражению Д.В.Соловьева, «конфликта моделей права» - примирение в юридической конструкции фондового рынка России *континентальной модели права* (регулирование сферы ценных бумаг в Гражданском кодексе) и *англо-американской модели права*, существенно повлиявшей на рынок. Этот конфликт проявляется «особенно в части определения ценных бумаг и адаптации модели акционерного общества»,<sup>9</sup> а также возникает при исследовании *правовой природы ценных бумаг* (вещь, документ, обязательство, сделка),<sup>10</sup> *юридической сущности срочных инструментов* (производные ценные бумаги или сделки), *правовой сути* депозитарных расписок, *парных*, взаимно замещающих *конструкций*, принадлежащих к различным - континентальной и англо-американской - моделям права («доверительная собственность и доверительное управление», «номинальная собственность и номинальное держание») и др.

<sup>5</sup> О теоретической сущности права см., например: Лившиц Р.З. Теория права. – М.: Издательство БЕК, 2001. – 224 с.; Правовое обеспечение российской экономики / Под ред. Маркаловой Н.Г. – М.: Издательство БЕК, 2002. – С.1-2.

<sup>6</sup> Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. – М.: Издательство БЕК, 1994. – С.170, 171, 173.

<sup>7</sup> Там же, С.171.

<sup>8</sup> Демушкина Е. Вопросы гражданского права в теории и практике обращения безналичных ценных бумаг. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – С.3.

<sup>9</sup> Соловьев Д.В. Иностранцы эмитенты нуждаются в защите. Статья опубликована на сайте Росбанка в Интернет [www.custody.ru](http://www.custody.ru).

<sup>10</sup> Абрамов А.Е. Законодательные основы фиксации прав собственности на ценные бумаги // Депозитариум. – 2000. - №1; Соловьев Д.В. АДР: разрешение конфликта правовых систем. Статья опубликована на сайте Росбанка в Интернет [www.custody.ru](http://www.custody.ru); Соловьев Д.В., Фролова И.А. Производная ценная бумага в законодательстве США и России. – Рынок ценных бумаг. – 2000. - №6.

Юридическая форма оказывает влияние на экономические отношения, которые она опосредствует. Однако, это воздействие не носит фундаментального характера, одни и те же экономические отношения могут существовать в форме взаимно замещающих юридических конструкций, относящихся к разным моделям права. В этой связи воздействие юридической формы на содержание – экономику рынка ценных бумаг - не будет рассматриваться в настоящем исследовании. Попытка решить в теоретическом и практическом планах проблему анализа взаимосвязи юридических и экономических конструкций на фондовом рынке могла бы чрезмерно раздвинуть границы исследования. Вместе с тем это направление является перспективным и открытым для продолжения работы в области теории рынка ценных бумаг (в том числе в рамках экономической школы институционализма). Необходимо также учитывать, что анализ конкретных экономических проблем рынка ценных бумаг, разработка концепции его развития, предпринятые в следующих главах, неизбежно укажут на пробелы, которые необходимо устранить в правовом обеспечении рынка.

### ***Понятийный анализ капитала, ценных бумаг, фондового рынка в немарксистской традиции***

Ключевой для рынка ценных бумаг является *категория капитала*.<sup>11</sup> Для немарксистской традиции XIX – XX веков свойственно раскрытие этой *категории* скорее как *технической*, как набора ресурсов, товаров, благ, используемых в производстве. Обзорный анализ понятия “капитал”, сделанный Альфредом Маршаллом, подтверждает этот тезис.<sup>12</sup> Капиталом называется сумма капитальных товаров, предназначенных для производства,<sup>13</sup> “понятие капитала действительно только в той мере, в какой люди руководствуются бухгалтерским учетом капитала”.<sup>14</sup> “Мы определили капитал как совокупность разнородных и воспроизводимых экономических ресурсов, причем эта совокупность позволяет, путем косвенного использования, периодически получать доход”.<sup>15</sup> Капитал является “капитальными благами, производимыми

<sup>11</sup> Обзор трактовок понятия «капитал» см., помимо приведенного ниже анализа, в статье: Богачева Г.Н., Денисов Б.А. О многообразной трактовке категории капитал // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. - №1.

<sup>12</sup> Маршалл А. Принципы экономической науки. Т. III. – М.: Прогресс, 1993. – С.230 – 238 (Приложение Е «Определение капитала»).

<sup>13</sup> Людвиг фон Мизес. Человеческая деятельность: Трактат по экономической теории. – М.: ОАО «НПО «Экономика», 2000. – С.459.

<sup>14</sup> Там же. С. 481.

<sup>15</sup> Барр Раймон. Политическая экономия. Том 1. – М.: Международные отношения, 1995. – С.150.

самой экономической системой, для того, чтобы применить их в качестве факторов производства для дальнейшего изготовления потребительских и других товаров и услуг”.<sup>16</sup> “Капитал – созданные людьми ресурсы, используемые для производства товаров и услуг”, “финансовый капитал, денежный капитал – денежные средства, которые возможно использовать для приобретения капитальных товаров”.<sup>17</sup> “Под капиталом понимается совокупность предприятий, оборудования и других факторов производства длительного пользования”.<sup>18</sup>

По аналогии, немарксистская традиция в экономической теории часто характеризует *ценные бумаги* и *фондовый рынок* как *технические институты*, выполняющие функции перераспределения свободных денежных средств, опосредования движения и оценки прав собственности, перераспределения риска, информации между участниками делового оборота и т.п. Финансовый рынок – это “рынок долгосрочных свободных капиталов. Здесь собираются и концентрируются сбережения, которые направляются в отрасли, где происходит их иммобилизация на длительный срок”.<sup>19</sup> “Финансовые рынки – совокупность финансовых учреждений, позволяющих лицу, желающему делать сбережения, предоставить свои ресурсы непосредственному заемщику на рынке облигаций и рынке акций... Облигация – ценная бумага, определяющая обязательства заемщика перед держателем... Акция свидетельствует о доле владельца в капитале фирмы и дает право на часть получаемой ею прибыли”.<sup>20</sup> К.Р.Макконнелл и С.Л.Брю определили рынок как "институт или механизм, сводящий вместе покупателей (предъявителей спроса) и продавцов (поставщиков) отдельных товаров и услуг"<sup>21</sup> (определение будет верно и для фондового рынка в отношении товара «ценные бумаги»). Ряд макроэкономических курсов вообще не содержат исследования институтов рынка ценных бумаг.<sup>22</sup> Технический подход к фондовому рынку был отчасти перенят и отечественной школой экономической теории при изменении в 90-х годах принятых в ней концепций.

<sup>16</sup> Самуэльсон Пол. Экономика. Том II. – М.: МГУ «АЛГОН» ВНИИСИ, 1992. – С.203.

<sup>17</sup> McConnell Campbell R., Brue Stanley L. Economics: Principles, Problems, and Policies. 11<sup>th</sup> Edition. – USA: McGraw-Hill Publishing Company, 1990. – G-3, G-11, G-20.

<sup>18</sup> Джеффри Д.Сакс, Фелипе Ларрен Б. Макроэкономика. Глобальный подход. – М.: Дело, 1996. – С.143.

<sup>19</sup> Барр Раймон. Политическая экономия. Том 2. – М.: Международные отношения, 1995. – С.319.

<sup>20</sup> Мэнкью Н.Грегори. Принципы экономикс. - СПб.: Питер Ком, 1999. – С.538-540.

<sup>21</sup> Кэмпбелл Р.Макконнелл. Стэнли Л.Брю. Экономикс. - М.:Республика. - 1992. - С.61.

«Финансовый рынок (рынок ссудных капиталов) – это механизм перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками при помощи посредников на основе спроса и предложения на капитал. На практике он представляет собой совокупность кредитных организаций (финансово-кредитных институтов), направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам и обратно».<sup>23</sup>

*Техническое представление институтов капитала, рынка, ценных бумаг* основано в немарксистской традиции на *модели «экономического человека»*, его целей, устремлений, интересов и основывающихся на них способов деятельности, которая была разработана в рамках *классической политической экономики* и *неоклассического экономического анализа*. По мнению Я.И.Кузьмина,<sup>24</sup> это «естественность поведения» отдельно взятого человека, свобода выбора, рациональность и индивидуализм в принятии экономических решений, оптимизация использования ограниченных ресурсов для максимального удовлетворения потребностей, конкурентность поведения.

Рассмотренный подход был подвергнут серьезной критике с позиций *исторической школы* и *институционализма*. Так, Дуглас Норт отмечал, что «человеческое поведение гораздо сложнее того, которое описывают экономисты в... моделях, опирающихся на функцию индивидуальной полезности... неформальные нормы, правила и механизмы принуждения к исполнению совместно определяют набор альтернатив и результаты сделанного выбора» в экономической деятельности,<sup>25</sup> «обычай, как и нормы, привязаны к определенной культуре», «идеи, идеологии и догмы часто играют важнейшую роль в выборе, который делает человек» в сфере экономики, «индивид принимает такие решения, которые означают отказ от богатства или дохода в пользу иных ценностей», имеющих для него значение.<sup>26</sup>

Соответственно, в рамках исторической школы и институционализма анализ экономической реальности, включая ее финансовую и, в частности, фон-

---

<sup>22</sup> См., например: Базелер У., Сабов З., Хайнрих Й., Кох В. Основы экономической теории: принципы, проблемы, политика. Германский опыт. – СПб.: Издательство «ПИТЕР», 2000. – 800 с.; Агапова Т.А., Серегина С.Ф. Макроэкономика. Учебник Московского государственного университета. – М.: Издательство «Дело и Сервис», 2001. – 447 с.

<sup>23</sup> Экономика: Учебник / Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: Издательство БЕК, 1999. – С.436.

<sup>24</sup> Кузьминов Я.И. Курс лекций по институциональной экономике. Опубликовано Высшей школой экономики в Интернет на сайте [www.hse.ru/rector\\_net/lectures/](http://www.hse.ru/rector_net/lectures/).

<sup>25</sup> Норт Дуглас. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – С.37, 75.

<sup>26</sup> Там же. С. 40, 61, 64.

довую составляющие, строится на *модели* «коллективистского поведения», которое не имеет полного объяснения в «естественном поведении» отдельно взятого индивидуума, основывается на ожиданиях, обычаях, правилах, коллективных стереотипах, инстинктах и институтах, выходящих за рамки рационального поведения «экономического человека» в неоклассической модели.

В частности, *ценные бумаги* и *фондовый рынок* неизбежно будут рассматриваться как *социокультурные институты* в рамках исследований не-марксистской традиции, развивающих идеи М. Вебера, В. Зомбарта («историческая школа», «социальная экономия как отрасль политической экономии», «социально-философски фундированная отрасль науки о человеческом хозяйстве»).<sup>27</sup> Ценные бумаги, биржа, биржевая игра будут представлены в качестве отражения «спекулятивного духа», являющегося «формой проявления капиталистического предпринимательского духа»; акционерное общество как новая - капиталистическая - форма предприятия, в котором «на место страха», вместо «внешних принудительных средств» в качестве движущей силы ставится надежда, возбуждение фантазии, «могучих инстинктов» быстрого приобретения.<sup>28</sup>

Неизбежно возникает вопрос о *влиянии религии* на процессы функционирования капитала, в том числе форм его проявлений в финансовой сфере. С.Н.Булгаков писал об «экономическом человеке»: «Последний представляет собою, конечно, не экономический автомат, приводимый в движение одной пружинной экономической эгоизма... но конкретный духовный тип со всей сложностью и многообразием психологической мотивации. Религия, господствующее мировоззрение, кладет собою определяющую печать и на «экономического человека». В душе человека устанавливается внутренняя связь между религией и хозяйственной деятельностью, и раскрытие этой связи представляет собой одну из интереснейших страниц новейшей экономической науки».<sup>29</sup> Продолжение этой линии – современные исследования в области «поведенческих финансов» (behavioural finance) как «синтеза экономики и психологии». Религия, национальный характер, цивилизационная принадлежность, «предпринимательский» или «капиталистический дух», по В.Зомбарту, - все эти состав-

<sup>27</sup> См. послесловие Ю.Н. Давыдова и В.В.Сапова в кн.: Зомбарт Вернер. Буржуа. – М.: Наука, 1994. – С.411.

<sup>28</sup> Зомбарт Вернер. Буржуа. – М.: Наука, 1994. – С.75-76.

<sup>29</sup> Булгаков С.Н. Православие. Очерки учения православной церкви. Киев, 1991. – С.199. Цит. по: Кульков В.М. Философия хозяйства и теория национальной экономики // Философия хозяйства. – 2001. - №4. – С.42–48.

ляющие общественных отношений играют определяющую роль в становлении капитала и форм его движения, включая выраженные в ценных бумагах.

Исследования, проведенные в рамках исторической школы и институционализма, показывают, что *сущностный анализ капитала, ценных бумаг, определение глубинных факторов*, воздействующих на их движение, *могут и должны выходить за рамки характеристики их с позиций производственных отношений, которые они выражают*. В частности, религия, национальный характер в той мере, в какой он объективно существует, сложившиеся в обществе ценности и традиции неизбежно должны создавать существенные отличия института ценных бумаг при использовании его различными обществами (пример – исламские финансы).

### ***Ценные бумаги в марксистской традиции сущностного анализа экономических категорий***

Категория капитала в марксистской экономической теории кроме материальных аспектов, относящихся к составу и движению капитала (“средства производства, предметная часть материального капитала”, “рабочая сила как личная форма существования... капитала”),<sup>30</sup> характеризует капитал как сгусток производственных отношений, являющийся “суммой стоимости, выражающей капиталистическое отношение”.<sup>31</sup> Денежный капитал суть способ существования капитала, “капитал в денежной форме”.<sup>32</sup> “Капитал как самовозрастающая стоимость включает в себе не только классовые отношения, не только определенный характер общества, покоящийся на том, что труд существует как наемный труд. Капитал есть движение, процесс кругооборота, проходящий различные стадии... Капитал можно понять лишь как движение, а не как вещь, пребывающую в покое.”<sup>33</sup> “...Капитал – это не вещь, а определенное, общественное, принадлежащее определенной исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придает этой вещи специфический общественный характер. Капитал – это не просто сумма материальных и произведенных средств производства. Капитал – это превращенные в капитал средства производства, которые сами по

<sup>30</sup> Маркс Карл. Капитал. Том второй. – М.: Издательство политической литературы, 1984. – С.40, 44.

<sup>31</sup> Там же. С.53.

<sup>32</sup> Там же. С.56.



себе столь же мало являются капиталом, как золото или серебро сами по себе – деньгами”.<sup>34</sup>

Соответственно, *во-первых*, ценные бумаги “служат титулами собственности”, представляющими действительный капитал, его “бумажными дубликатами”,<sup>35</sup> т.е. выражают производственные отношения, выраженные самим капиталом. *Во-вторых*, по К.Марксу, действительный капитал “не существует вдвойне, - один раз как капитальная стоимость титула собственности, акций, и другой раз, как капитал, действительно вложенный или подлежащий вложению в... предприятия”.<sup>36</sup> Ценные бумаги являются титулом, дающим “только юридическое право на получение части прибавочной стоимости”.<sup>37</sup> “В качестве дубликатов, которые сами могут продаваться как товары, а потому обращаются как капитальные стоимости, они иллюзорны”,<sup>38</sup> они составляют *фиктивный капитал*, образуемый капитализацией дохода по ценным бумагам.<sup>39</sup> В качестве фиктивного капитала (как капитала) ценные бумаги также выражают производственные отношения, свойственные капиталистическому способу производства. *В-третьих, ценные бумаги, включая акции, “суть сферы вложения для ссудного капитала”, “суть формы отдачи его в ссуду”*.<sup>40</sup> “Они делаются формой капитала, приносящего проценты, не только потому, что обеспечивают известный доход”, но и потому, что путем продажи за них можно получить обратно деньги как за капитальные стоимости”.<sup>41</sup> В этих пределах движение фиктивного капитала базируется на движении ссудного капитала, выражает его. Через ценные бумаги происходит фетишизация капитала, “капитал – фетиш, капитал, несущий золотые яйца, рождающий сам из себя процент, находит свое наиболее яркое и наглядное выражение в ссудном капитале”.<sup>42</sup>

Вместе с тем К.Маркс видел в ценных бумагах не только фиктивный капитал, но и форму объединения денежных средств, на основе которой

---

<sup>33</sup> Там же. С.121.

<sup>34</sup> Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С.886-887.

<sup>35</sup> Там же. С. 525.

<sup>36</sup> Там же. С.515.

<sup>37</sup> Там же. С.525.

<sup>38</sup> Там же. С.525.

<sup>39</sup> Там же. С.518.

<sup>40</sup> Там же. С.526–527.

<sup>41</sup> Там же. С.525.

<sup>42</sup> Туган-Барановский М.И. Основы политической экономии. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 1998. – С.92.

происходит “образование акционерных обществ. Благодаря этому: ...колоссальное расширение масштабов производства и возникновение предприятий, которые были невозможны для отдельного капитала”. Формируется “капитал непосредственно ассоциированных индивидуумов”.<sup>43</sup> Функцию рынка ценных бумаг (биржи), заключающуюся в том, чтобы “облегчить приложение высвободившейся... массы денежного капитала”, ее растущую роль в этом качестве как “самой выдающейся представительницы капиталистического производства” отмечал Ф.Энгельс.<sup>44</sup> Позднее М.И. Туган-Барановский писал, что “для возможности распределения огромных капиталов, ежегодно накапливающихся при капиталистической системе хозяйства, эта система нуждается в... центральном учреждении, в котором сосредоточивалось бы предложение всех этих капиталов, ищущих помещения, а также спрос на все эти капиталы... Если бы такого центрального учреждения не было, помещение капиталов встретило бы непреодолимые затруднения... Фондовая биржа выполняет... функцию, аналогичную роли банков в организации кредита. Банки размещают между отдельными предприятиями те свободные капиталы, владельцы которых ищут им только временного помещения. Для постоянного же размещения свободных капиталов существует биржа... Как банк является резервуаром, в котором скопляется капитал, ищущий временного помещения, так биржа есть резервуар, в котором концентрируется предложение капиталов, ищущих помещения постоянного. Благодаря этой концентрации и легкости биржевых сделок, постоянное перемещение капиталов приобретает выгоды временного помещения: капиталы легко могут быть вынуты из любого предприятия и перемещены в другое путем продажи соответствующих фондов и покупки новых... Только благодаря фондовой бирже стало возможно слияние многих незначительных капиталов в гигантские скопления, требуемые условиями капиталистического хозяйства».<sup>45</sup>

На «существенную функцию биржи», заключающуюся «в создании рынка для помещения денежного капитала», «мобилизации капитала», указывал Р.

---

<sup>43</sup> Маркс Карл. Капитал. Том III. Книга III. Часть первая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С. 478-479.

<sup>44</sup> Энгельс Фридрих. Биржа. Дополнения к третьему тому «Капитала». В кн.: Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С. 990-991.

<sup>45</sup> Туган-Барановский М.И. Значение биржи в современном хозяйственном строе. В кн.: Банковская Энциклопедия, том II. – Киев: Издательство Банковой Энциклопедии, 1913. – С.38-39.

Гильфердинг.<sup>46</sup> По его мнению, центральным пунктом в обороте ценных бумаг, являются отношения собственности. «При обращении ценных бумаг дело идет о передаче собственности, обращении простых титулов собственности, не сопровождающемся одновременным перенесением потребительных стоимостей. Здесь капиталистическая собственность утратила всякую непосредственную связь с потребительной стоимостью. Биржа есть рынок для обращения собственности, взятой сама по себе».<sup>47</sup> Гильфердингом отмечалась объективная необходимость спекуляции «для того, чтобы этот рынок всегда был готов к восприятию денежного и фиктивного капитала: только это и создает для денежного капитала... постоянную возможность превращаться в фиктивный капитал и из фиктивного капитала обратно в денежный капитал».<sup>48</sup> Гильфердинг указывал на функцию биржи по перераспределению информации: «На бирже... идет процесс концентрации собственности... Крупные капиталисты знакомы с ходом дел в акционерных обществах, создают себе общее представление о том, к каким итогам приведет предприятие, и потому могут предусмотреть направление в движении курсов...».<sup>49</sup>

*Теоретические представления о ценных бумагах в современной отечественной экономической литературе.* В основном, эти представления базируются на марксистской традиции. «Акции... и другие ценные бумаги, обращающиеся на... бирже, образуют фиктивный капитал. Ценные бумаги являются капиталом потому, что дают возможность своим владельцам присваивать известную часть прибавочной стоимости в виде дивидендов или процента, а также потому, что могут быть проданы. В то же время ценные бумаги – фиктивный капитал, поскольку они не имеют стоимости, хотя продаются и покупаются на бирже, их цены носят иррациональный характер. Рыночная стоимость фиктивного капитала намного превышает величину действительного или реального капитала. Являясь титулом собственности действительного капитала, функционирование которого и создает прибавочную стоимость, ценные бумаги получают

---

<sup>46</sup> Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. Глава 8 «Фондовая биржа», параграф 2 «Функции биржи». М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С.152-153.

<sup>47</sup> Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С.156.

<sup>48</sup> Там же. С.152.

<sup>49</sup> Там же. С.156.

собственные законы движения, часто независимые от движения действительно-го капитала».<sup>50</sup>

Теоретическая работа 90-х годов: в форме ценных бумаг представлен капитал, с их появлением происходит «как бы раздвоение капитала», «покупка ценной бумаги означает не что иное, как передачу части денежного капитала в ссуду», «в результате акта ссуды происходит отделение капитала – собственности от капитала – функции».<sup>51</sup> «Ценная бумага – это «фиктивный капитал»... Фиктивный капитал представляет собой бумажный символ реального капитала... Источник дохода по фиктивному капиталу полностью скрыт, кажется, что ценные бумаги обладают способностью приносить доход сами по себе».<sup>52</sup> Капитал выражен «в ценных бумагах», «покупка... бумаги означает передачу части денежного капитала в ссуду».<sup>53</sup> Ценная бумага является особым инвестиционным товаром, его родовой чертой является способность удовлетворять потребность экономических субъектов в приращении капитала.<sup>54</sup>

Указанный анализ в литературе 90-х годов чаще всего сочетается с тем, что подчеркивается полезность выполняемой рынком ценных бумаг функции по мобилизации денежных средств на цели развития, ослаблена традиционная в марксистской школе критика фиктивного капитала.

***Разрыв в разработанности онтологических проблем теории кредита и ценных бумаг.*** В 30-е – 80-е годы разработка вопросов сущности ценных бумаг, понятийный анализ фиктивного капитала и фондового рынка сдерживались отсутствием отечественной практики. Решение научных проблем в этой области часто было связано с идеологической интерпретацией новых явлений, возникших на зарубежных рынках ценных бумаг. В то же время усилиями экономистов отечественной школы была детально разработана система понятий, относящаяся к функционированию кредита как экономической категории и, соответственно, методология онтологического анализа кредита (З.С.Каценеленбаум,

---

<sup>50</sup> Политическая экономия. Учебник для высших учебных заведений. М.: Издательство политической литературы. 1988. – С.232.

<sup>51</sup> Курс экономической теории / Под ред. М.Н.Чепурина, Е.Л.Киселевой. – Киров: Издательство «Аса», МГИМО МИД РФ, 1998. – С.394-396.

<sup>52</sup> Экономическая теория / Под ред. А.Н.Добрынина, Л.С.Тарасевича. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, Изд-во «Питер», 2000. – С.382-383.

<sup>53</sup> Экономическая теория (политэкономия): Учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С.443.

<sup>54</sup> Карпушкина А.В. Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России // Автореферат диссертации на соискание уч. ст. к.э.н. по специальности 08.00.01. – Челябинск: Челябинский филиал Института экономики Уральского отделения Российской академии наук, 1999.

О.И.Лаврушин, И.В.Левчук, А.Е.Мелков, М.М.Титарев, Г.А.Шварц, Ю.Е.Шенгер, М.М.Ямпольский и другие). В частности, онтология кредита, базирующаяся на анализе движения ссуженной стоимости в воспроизводственном процессе, включает такие понятия как *сущность кредита*, его *необходимость*, *структура кредита* и *элементы структуры*, *стадии его движения*, *основа кредита*, *функции кредита*, *формы* и *виды кредита*, *границы кредита* и др.

Соответственно, актуальной является задача сущностного анализа ценных бумаг и, на этой основе, формирования онтологического аппарата, адекватного по степени разработанности тому, который был создан для кредита в качестве отражающего его сущность как экономической категории.

С другой стороны, в той мере, в какой ценные бумаги (или их часть) суть сферы вложения ссудного капитала, суть формы отдачи его в ссуду, по выражению К.Маркса (см. выше), система теоретических представлений о ценных бумагах, система взаимосвязанных понятий, в которых выражается сущность общественных отношений, связанных с ними, должны корреспондировать с онтологией кредита, проецировать результаты и ключевые понятия, полученные отечественной школой в области кредита, на ценные бумаги.

### ***Введение в сущностный анализ ценных бумаг***

***Ценные бумаги как дубликаты прав на стоимость.*** Любая экономическая школа базируется на определенной модели хозяйствующего индивида и формирующихся между индивидами общественных отношений. Если принять, что в форме ценных бумаг выражены общественные отношения, то объектом, по поводу которого складываются эти отношения, является стоимость, находящаяся в собственности индивидов, используемая ими, имеющая различную вещественную форму. Ценные бумаги представляют права индивидов, в том числе имущественные, на эту стоимость, на вещественную форму, которую она составляет, - права, отделяемые от самой стоимости, существующие в самостоятельной вещной форме - в виде ценных бумаг или, как отмечал К.Маркс, в форме их «бумажных дубликатов». Каждой вещественной форме, в которой существует стоимость, соответствуют свои ценные бумаги, которые, в свою очередь, могут являться предметом собственности, покупаться и продаваться, быть переданными в залог и т.п.

Вещественная форма, в которой воплощена стоимость	Соответствующие ценные бумаги
Земля	- Закладная, земельный приватизационный чек (предлагался для введения в России с целью обслуживания приватизации земли)
Здания, сооружения, оборудование	- Закладная, жилищный сертификат
Продукция, материальные запасы, товар в обороте	- Коносамент, складское свидетельство, товарный фьючерс
Действительные деньги (ссуда денег по Марксу)	- Вексель, чек
Предприятие как имущественный комплекс, включающий капитал на всех стадиях его движения	-Акция, приватизационный чек
Ссудный капитал в денежной форме (ссуда капитала по Марксу)*	-Облигация, нота, депозитный сертификат, сберегательный сертификат, коммерческие бумаги

\*Покупка акций, залладных также рассматривалась К.Марксом как ссуда капитала, так как для приобретателей ценных бумаг покупка этих фондовых ценностей является фактически помещением ссудного капитала, с учетом возможности перепродажи акций на ликвидном рынке и высвобождения вложенного из оборота.

Сами ценные бумаги могут рассматриваться как воплощения стоимости, права на которые могут отделяться от них, приобретать самостоятельную жизнь, свой фондовый рынок, превращаться в ценные бумаги второго порядка - производные ценные бумаги:

Ценные бумаги	-Производные ценные бумаги (подписные права, депозитарные расписки, финансовые фьючерсы, опционы)
---------------	---

До начала 90-х годов в отечественной литературе фьючерсы, опционы и другие срочные продукты, обращающиеся на организованных рынках, рассматривались в качестве «производных ценных бумаг». В последнее десятилетие нарастает тенденция анализировать их в качестве «срочных финансовых инструментов» или «срочных контрактов». Как будет показано ниже, с точки зрения экономиста они вполне могут охватываться понятием «ценные бумаги» или точнее «производные ценные бумаги».

При известных обстоятельствах могут возникать и ценные бумаги - права на стоимость, воплощенную в форме информации и нематериальных активов.<sup>55</sup>

<sup>55</sup> Напомним точку зрения Л.Вальраса, который понимал «общественное богатство как совокупность материальных и нематериальных вещей, являющихся редкими», «капиталы...», на которые мы теперь подразделяем это же самое общественное богатство, сами являются либо материальными, либо нематериальными». См. в кн.: Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000. – С. 35, 151.

**Фундаментальные свойства ценных бумаг.** Итак, ценные бумаги - это права на воплощенную в различных вещественных формах стоимость, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму дубликата прав (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и т.п.). Однако, нет основания считать ценными бумагами кредитный договор, контракт на покупку-продажу дома, поставку партии сырья, договор аренды оборудования и т.п., если условия этих сделок носят индивидуальный и разовый характер, если передача прав, возникающих из них, может быть обеспечена только составлением нового договора, а не продажей уже заключенного контракта.

Иначе говоря, в качестве ценных бумаг признаются только такие дубликаты прав на стоимость, которые обладают следующими фундаментальными свойствами: а) обращаемость, б) стандартность и серийность, в) рыночность, г) ликвидность, д) риск, е) документальность, ж) регулируемость и признание государством или деловой практикой.

**Обращаемость** - способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также, во многих случаях, выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

**Стандартность** - ценная бумага должна иметь стандартное содержание (стандартность прав, дубликатом которых является ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.). Именно стандартность делает ценную бумагу товаром, способным обращаться. Индивидуальный нестандартный контракт ограничен рамками той сделки, в которой он совершен. Он не может обращаться. Для передачи прав по этому контракту необходимо заключение нового договора на индивидуальных условиях.

**Серийность.** Стандартность связана с таким качеством ценной бумаги как серийность, возможность выпуска ценных бумаг однородными сериями, классами. В этой связи часто в качестве ценной бумаги признаются именно стандартные, серийные титулы, выпускаемые и обращающиеся однородными группами. Может быть не признан ценной бумагой титул, за которым стоит разовое, с индивидуальными условиями имущественное отношение, имеющий уникаль-



ные реквизиты и выражающий сугубо индивидуальную, неповторяющуюся сделку.

**Рыночность.** Обращаемость указывает на то, что ценная бумага существует только как особый товар, который, следовательно, должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д. Должны в основной массе принадлежать рынку, быть товарами и те ресурсы, правами на которые являются ценные бумаги.

**Ликвидность** - способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме) без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию. Если рынок отказывается признать ее ликвидность, реальность выраженных ею прав, то ценная бумага превращается в ничего не стоящий бумажный клочок.

**Риск** - возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятностным воздействиям неблагоприятных факторов.

**Регулируемость и признание государством или деловой практикой.** Дубликаты прав, претендующие на статус ценных бумаг, должны быть признаны государством в качестве таковых, что должно обеспечить их хорошую регулируемость и, соответственно, доверие публики к ним. Выполнение данного требования важно для поддержания общественного доверия к рынку ценных бумаг - важнейшего компонента благоприятного экономического климата в стране.

**Документальность.** По выражению К.Маркса, ценные бумаги – это «тителы собственности», представляющие капитал,<sup>56</sup> акции являются «бумажными дубликатами» действительного капитала.<sup>57</sup> По мнению Гильфердинга, «акция – юридическое обоснование права на доход, долговое притязание на будущее

---

<sup>56</sup> Маркс Карл. Капитал. Том III. Книга III. Часть первая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С. 502, 515.

<sup>57</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.139.



производство, свидетельство на выручку».<sup>58</sup> Соответственно, ценная бумага - это всегда в юридическом смысле документ, независимо от того, существует ли она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам. Документальность придает окончательный, "материальный" облик товару, называемому ценной бумагой. Только документ может зафиксировать стандартные условия ее обращения и использования, обеспечить многократный переход ценной бумаги из рук в руки, как одного и того же товара, стать доказательством правомочности доступа инвестора к правам, предоставляемым ценной бумагой.

*Теоретическая конструкция ценных бумаг*, учитывающая результаты, полученные различными экономическими школами, могла бы иметь *следующий вид*.

Ценные бумаги - дубликаты прав на стоимость, воплощенную в различных вещественных формах (прежде всего дубликаты прав собственности), которые обладают следующими фундаментальными свойствами: а) обращаемость, б) стандартность и серийность, в) рыночность, г) ликвидность, д) риск, е) документальность, ж) регулируемость и признание государством или деловой практикой. В этом своем качестве ценные бумаги в той мере, в какой они существуют в рамках товарного производства, превращаются в *товар*, пользующийся спросом и удовлетворяющий потребности индивидов в доступе к различного рода ресурсам. В качестве средства антиципации доступа к стоимости, воплощенной в различных вещественных формах, ценные бумаги становятся «накопленными притязаниями, юридическими титулами на будущее производство»<sup>59</sup> и на этой основе инструментом привлечения временно свободных денежных средств и перераспределения их на цели производительного использования (например, создание акционерных обществ, выпуск облигационных займов под инвестиционные проекты и т.п.).

Вместе с тем ценные бумаги являются не только техническим институтом, но и одним из воплощений общественных, прежде всего производственных отношений. В частности, когда движение ценных бумаг и опосредующих его денег связывается со ссудой капитала, или же утверждается, что ценные бумаги

---

<sup>58</sup> Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С.111.

составляют фиктивный капитал, или сама стоимость, права доступа к которой формируются ценными бумагами, является капиталом, то этим подчеркивается, что ценные бумаги выражают отношения между людьми, возникающие по поводу движения капитала, являются «титулами собственности, дающими право на получение будущей прибавочной стоимости».<sup>60</sup> Через форму ценных бумаг проявляются самые глубинные отношения между хозяйствующими индивидами – отношения собственности, осуществляется перераспределение прав собственности.

*Ценные бумаги как форма помещения периодически высвобождаемой из оборота стоимости.* Высвобождение стоимостных ресурсов в процессе оборота основных и оборотных ценностей, рассматриваемое как основа кредитных отношений, которые «разрешают относительное противоречие между временным оседанием средств и необходимостью их использования в народном хозяйстве»,<sup>61</sup> является одновременно и основой появления ценных бумаг, во всяком случае в той их части, которая опосредствует движение ссуженной стоимости.

*Ценные бумаги как права на ссуженную стоимость.* По замечанию Э.Я.Брегеля, взаимосвязь ценных бумаг и ссудного капитала определяется тем, что «акции и другие ценные бумаги – *лишь особая форма помещения ссудного капитала* или формы, в которых он отдается в ссуду, но сами они не служат *ссуженым капиталом*».<sup>62</sup> В этом контексте ценные бумаги являются альтернативой кредитной форме движения ссудного капитала (индивидуальным кредитным сделкам), взаимозамещаемы и конкурируют с ними за ограниченные в экономике ресурсы ссудного капитала. «И исторически, и логически кредит предшествует образованию акционерных обществ; он является той ближайшей основой, на которой и из которой акционерный капитал мог возникнуть. Покупка акций формально не есть кредитная сделка: покупая акцию, покупатель становится не кредитором акционерного предприятия, а его совладельцем. Но факти-

---

<sup>59</sup> Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С.517.

<sup>60</sup> Маркс Карл. Капитал. Том III. Книга III. Часть первая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С. 502.

<sup>61</sup> Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – С. 164.

<sup>62</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.145.

чески и экономически помещение денежного капитала в акцию есть не что иное, как превращение его в капитал, приносящий проценты».<sup>63</sup>

Если в отношении долговых ценных бумаг нет теоретических сомнений в том, что через них выражено движение ссудного капитала, то в отношении акций, являющихся объектом инвестиций, необходимо рассмотреть дополнительные аргументы, обосновывающие данный подход.

Портфельный инвестор в акции безусловно рассматривает свои вложения как временное помещение капитала, рассчитывая на его возвратное движение, на возможность немедленно совершить сделку на рынке акций и вернуть вложенный капитал. Но и прямой инвестор, в экономические интересы которого входит непосредственное участие в управлении предприятием, акционером которого он является, всегда – и на непрерывной основе - оценивает ликвидность своих акций, возможности при экономической необходимости как можно быстрее извлечь из них вложенную стоимость с тем, чтобы направить ее в другие, более выгодные сферы инвестиций. Сама форма помещения высвобождаемой из оборота стоимости в ценные бумаги, - в объект, обладающий свойствами ликвидности, обращаемости – предполагает, что процесс основывается на возвратности в движении стоимости.

Однако, если предполагается, что речь идет о движении ссуженной стоимости в форме акций, то встает вопрос о том, какой субъект является конечным заемщиком и может ли в этом случае инвестор в акции рассматриваться в качестве кредитора по отношению к данному заемщику – не в формальном, не в юридическом, а в содержательном смысле слова, с точки зрения сущности экономических интересов и экономических отношений, которые при этом возникают.

Предприятие, в акции которого инвестором помещена стоимость, безусловно, заемщиком не является. Поэтому в качестве дискуссионной может быть рассмотрена точка зрения, заключающаяся в том, что – с макроэкономической точки зрения - совокупным конечным заемщиком, по сути, выступает весь рынок ценных бумаг как система институтов, обеспечивающих постоянный приток на рынок временно высвобождаемой из совокупного оборота стоимости и,

---

<sup>63</sup> Розенберг Д.И. Комментарии к «Капиталу» Маркса. М.: Экономика, 1984. – С. 679 – 680.

соответственно, возвратность в движении ссуженной стоимости независимо от того, в какие виды ценных бумаг (акции или долговые бумаги) она помещена.

Позиция, связывающая все виды ценных бумаг с движением ссуженной стоимости, является дискуссионной и заслуживает обсуждения, создавая возможность более жесткой корреспонденции между отечественными теоретическими разработками в области кредита и нарождающейся отечественной научной школой в области ценных бумаг.

***Отражение в ценных бумагах иных, чем экономические, общественных отношений.*** Как это рассмотрено выше в позициях различных экономических школ (историческая школа, институционализм), ***ценные бумаги впитывают*** в себя и ***представляют, помимо экономических, и иные общественные отношения*** (политические, правовые, нравственные, религиозные, социально-психологические и др.).<sup>64</sup> Высока степень влияния внеэкономической компоненты на поведение субъектов, формирующих оборот ценных бумаг. Характерные примеры из этой области – исламские финансы, запрещающие оборот облигаций, различия в предпочтениях населения различных стран в выборе ценных бумаг для инвестирования, обусловленные социокультурными традициями, и, как следствие, различие моделей рынка ценных бумаг в этих странах (исследовательский материал будет представлен ниже).

В свою очередь, это означает, что причинно-следственные связи, формирующие композицию рынков ценных бумаг и определяющие динамику их развития, должны включать в себя факторы внеэкономического характера, проявляющие себя на глубинном, фундаментальном уровне.

***Ценные бумаги не всегда являются зеркальным отражением капитала или формой его помещения***, т.к. не всегда стоимость, права на которую представлены ценными бумагами, является капиталом, тем более ссудным капиталом, а целями собственников ценных бумаг не всегда является получение дохода с капитала. Пример – жилищные сертификаты, целью собственника которых является не получение дохода, а приобретение права на ограниченный ресурс (недвижимость) для потребления его семьей. Аналогично – товарные облигации, погашаемые редкой продукцией (их можно было бы выпускать и как бес-

---

<sup>64</sup> Классификацию общественных отношений см., например, в кн.: Философский словарь. – М.: Издательство политической литературы, 1986. – С.333.

процентные ценные бумаги). Другой пример – векселя в той мере, в какой они, по выражению К.Маркса, представляют ссуду денег, а не ссуду капитала, а также ценные бумаги, дающие право на распоряжение товаром (коносаменты, складские свидетельства) и облегчающие его оборот. В последних случаях базовой целью собственника ценных бумаг является не доход с капитала, а облегчение товарного оборота, получение права на товар в обороте, содействие его скорейшей реализации. Наконец, ценные бумаги, выпускаемые в социалистической экономике (в СССР в 1922 – 1990 гг. было эмитировано более 60 облигационных займов), – вопрос об их экономической сущности является по меньшей мере дискуссионным.

*Связь ценных бумаг с товарным производством.* Как указывалось выше, ценные бумаги в качестве дубликатов прав на стоимость, существующую в различных вещественных формах, по определению и по набору фундаментальных свойств являются товаром и имеют свой рынок (рынок ценных бумаг или - в качестве синонима - фондовый рынок). В этой связи ценные бумаги могут существовать только внутри товарного производства, развиваясь в меру того, как товарные формы начинают занимать преобладающее место в воспроизводственном процессе.

Соответственно, исследование генезиса ценных бумаг должно быть осторожным в том, чтобы пытаться наложить дефиницию “ценные бумаги” на различного рода дубликаты прав на ресурсы, известные в экономической истории в те ее периоды, когда товарное производство носило подчиненный или частный характер.

Потребительной стоимостью или “полезностью” ценных бумаг как товара (смотря в контексте какой экономической школы их рассматривать) является получением обладателем ценных бумаг права доступа к стоимости, дубликатами и воплощениями которой они являются. В наиболее распространенном случае речь идет о потребительной стоимости капитала как товара, заключающейся в его способности приносить прибыль (и, соответственно, потребительной стоимости ценных бумаг как дубликата капитала).<sup>65</sup>

---

<sup>65</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.132.

## ***Связь теоретических разработок в области кредита и ценных бумаг***

В той мере, в какой ценные бумаги являются формой, опосредствующей движение ссуженной стоимости, в этой же мере должна существовать **корреспонденция** между **теоретическими разработками в области кредита**, базирующегося на индивидуальных кредитных сделках, и **в области ценных бумаг**, которые де-факто представляют собой кредитные сделки, совершенные в обращаемой форме и на стандартных условиях.

В частности, к **области ценных бумаг** как формы движения ссуженной стоимости (в части долговых ценных бумаг и, что дискуссионно, в части акций) полностью применимы **теоретические положения**, характеризующие **необходимость** кредита в качестве отношения, устраняющего несоответствие между временем производства и временем обращения средств, разрешающего относительное противоречие между временным оседанием средств и необходимостью их использования в народном хозяйстве.<sup>66</sup> Совпадают по существу (но не обязательно терминологически) **структура кредита** и **структура заимствований в форме ценных бумаг** (субъекты отношений, ссуженная стоимость как объект передачи), **стадии движения кредита** и **стадии движения ссуженной стоимости, помещенной в форму ценных бумаг**.<sup>67</sup> Сущность процессов, происходящих на рынке ценных бумаг, в той мере, в какой они выражают оборот ссуженной стоимости, совпадает с **сущностной характеристикой кредита** как “движения стоимости на началах возвратности в интересах реализации общественных потребностей”.<sup>68</sup> Перераспределительная **функция** кредита, его функция по замещению действительных денег кредитными операциями должны быть аналогичными **функциям**, которые осуществляются **в процессе движения ссуженной стоимости в форме ценных бумаг**.

Эти замечания, раскрывая основные линии связи между теоретическими конструкциями в области ценных бумаг и кредита, призваны открыть возможности для дальнейших **межкатегориальных исследований**,

---

<sup>66</sup> Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – С. 161 – 164.

<sup>67</sup> Лаврушин О.И. Кредит как стоимостная категория социалистического воспроизводства. – М.: Финансы и статистика, 1989. – С.30-49.

<sup>68</sup> Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – С. 183 - 185.

рассматривающих взаимосвязь кредитной и “ценнобумажной” форм движения ссуженной стоимости. В частности, как указывалось, предметом дальнейших исследований и дискуссий может стать вопрос о природе акций как формы помещения ссуженной стоимости (что нуждается в тщательной теоретической разработке как для более очевидного случая портфельных инвестиций в акции, так и для прямых инвестиций, не предполагающих немедленного возвращения денег владельцу акций), о ссуде денег и ссуде капитала применительно к форме их выражения в ценных бумагах, о принадлежности к экономическим категориям тех сгустков общественных отношений, которые выражены формой ценных бумаг, и др.

### ***Границы использования концепции фиктивного капитала в исследованиях в области ценных бумаг***

***Ценные бумаги и фиктивный капитал.*** В марксистской традиции ***ценные бумаги ассоциируются с фиктивным капиталом*** (капиталом в форме ценных бумаг), который противостоит реальному, действительному капиталу в производстве и не имеет самостоятельной стоимости, его рост свидетельствует о нарастании кризисных тенденций в экономике капитализма. ***Составляющие концепции фиктивного капитала:*** ***а)*** ценные бумаги – лишь титулы собственности, представляющей реальный капитал, «в качестве дубликатов, которые сами могут продаваться как товары, а потому обращаются как капитальные стоимости, они иллюзорны», «они становятся номинальными представителями несуществующего капитала»;<sup>69</sup> ***б)*** «данный капитал не существует вдвойне – один раз как капитальная стоимость титула собственности, акций, и другой раз как капитал, действительно вложенный или подлежащий вложению в упомянутые предприятия... капитал существует лишь в последней форме»;<sup>70</sup> ***в)*** капитальная стоимость ценной бумаги «чисто иллюзорная», фиктивный капитал образуется капитализацией регулярно повторяющегося дохода (процентов, дивидендов); ***г)*** «поскольку обесценение или повышение стоимости... ценных бумаг не зависит от движения стоимости реального капитала, который они представляют, богатство нации после такого обесценения или повышения стоимости остается таким

---

<sup>69</sup> Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С.525.

<sup>70</sup> Там же. С.515.



же, каким оно было до него»;<sup>71</sup> *д)* «под накоплением денежного капитала большей частью подразумевается накопление... притязаний на производство, накопление рыночной цены, иллюзорной капитальной стоимости этих притязаний»;<sup>72</sup> *е)* «капитал государственного долга остается чисто фиктивным», «иллюзорным»;<sup>73</sup> *ж)* «обращение ценных бумаг происходит вне кругооборота действительного капитала... фиктивный капитал проделывает собственное движение, непосредственно не оказывающее влияния на процесс воспроизводства»;<sup>74</sup>

«В ссудном капитале особенно выпукло проявляется фетишизм капитала. *В фиктивном же капитале этот фетишизм достигает апогея.* Владелец ценных бумаг регулярно присваивает прибавочную стоимость, независимо от того, существует ли еще капитал, на основе ссуды которого первоначально возникли ценные бумаги, и даже независимо от того, превращались ли вообще отданные в ссуду деньги в функционирующий капитал... Создается иллюзия, будто приносить проценты и дивиденды присуще ценным бумагам самим по себе и будто доходы их владельцев – плод титулов собственности как таковых».<sup>75</sup>

Тезисы К.Маркса о фиктивности капитала, представленного в форме ценных бумаг, об отрыве величины фиктивного или, по его выражению, «иллюзорного» капитала от стоимости реального капитала, о «чрезвычайном уменьшении» фиктивного капитала во время кризисов,<sup>76</sup> его критика спекуляции были использованы в отечественной экономической литературе периода 20-х – 80-х годов для негативной оценки института ценных бумаг как такового, в системе доказательств, относящихся к усилению общего кризиса капитализма и расширению роли финансовой олигархии.

Экономические кризисы характеризуются как «разбухание фиктивного капитала и рост кредитной надстройки» «все в большем отрыве от узкого производственного базиса».<sup>77</sup> «Разбухание фиктивного капитала на современном этапе общего кризиса капитализма свидетельствует об усилении загнивания и паразитизма капиталистической системы хозяйства».<sup>78</sup> «Усиление паразитизма

---

<sup>71</sup> Там же. С.516-517.

<sup>72</sup> Там же. С.517.

<sup>73</sup> Там же. С.513.

<sup>74</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.146 - 147.

<sup>75</sup> Там же. С.147 - 148.

<sup>76</sup> Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С.543.

<sup>77</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.441.

<sup>78</sup> Финансово-кредитный словарь. Том II. – М.: Финансы, 1964. – С.469.



и загнивания капитализма в период его общего кризиса находит свое выражение, в частности, в громадном росте фиктивного капитала при медленном росте действительного капитала».<sup>79</sup> «Распространение кредита и в особенности акционерных обществ всё более превращает капиталиста в получателя процентов и дивидендов, в то время как управление производством ведется наемными лицами: управляющими, директорами. Таким образом всё более усиливается паразитический характер капиталистической собственности».<sup>80</sup> «Господство финансовой олигархии ведет к широкому распространению многообразных форм фиктивного капитала... «Система участия», надежно служащая интересам финансовой олигархии, основана именно на фиктивном капитале. Первостепенную роль он играет и в образовании новых монополистических объединений, о чем свидетельствуют, в частности, конгломераты, возникновение которых базируется исключительно на операциях, нередко спекулятивных, с фиктивным капиталом. Наконец, распространение фиктивного капитала в форме мелких акций было и остается одним из важнейших способов обогащения и усиления мощи финансовой олигархии».<sup>81</sup> «Образование и рост фиктивного капитала способствовали концентрации богатства в руках монополистической буржуазии».<sup>82</sup> «Межстрановая миграция фиктивного капитала способствует обострению противоречий капиталистической экономики... Манипулирование фиктивным капиталом стало... одним из орудий политики неокOLONиализма... Миграция фиктивного капитала все более принимает хаотический характер. Вследствие этого нарастает и нестабильность притока финансовых ресурсов... а это усиливает анархию капиталистической экономики».<sup>83</sup>

Иных оценок в 20 – 80-е годы и быть не могло, так как ценные бумаги являются дубликатами, выразителями прав, связанных с частной собственностью на средства производства, они – неотъемлемый элемент рыночной экономики, основанной на частной собственности. И, наоборот, ценные бумаги (прежде всего акции) не сочетаемы с экономикой, в основе

---

<sup>79</sup> Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – С.435.

<sup>80</sup> Политическая экономия. Учебник. / Институт экономики Академии наук СССР. - М.: Государственное издательство политической литературы, 1954. – С.182.

<sup>81</sup> Политическая экономия – теоретическая основа революционной борьбы рабочего класса. М.: Мысль, 1988. – С.323-324.

<sup>82</sup> Политическая экономия. Учебник для высших учебных заведений. М.: Издательство политической литературы. 1988. – С.232.

<sup>83</sup> Мусатов В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. – М.: Международные отношения, 1983. – С.6, 99, 200.

которой общественная (государственная) собственность на средства производства. Неслучайно уже в декабре 1917 г. все сделки с ценными бумагами в России были запрещены (Декрет СНК от 29 декабря 1917 г.).

В 90-х годах – несмотря на изменение характера экономики России – использование в научном и деловом обороте понятия “фиктивный капитал” продолжает носить, в основном, негативный характер. “Разница между размерами фиктивного и действительного капитала составляет учредительская прибыль... один из способов ее получения – разводнение капитала – выпуск акций на сумму, значительно превышающую капитал, реально вложенный в предприятие”.<sup>84</sup> В связи с “взаимодействием и взаимосвязью между действительным и фиктивным капиталом” указывается, что “отрыв финансового рынка от реального мира в экономике невероятен с точки зрения математической логики и логики вообще... В то время, как обеспечивается необходимая целостность экономики (которую последовательно выражает производительный капитал), она разрушается интересами отдельных атомарных групп – агентов – представителей сферы держателей всех видов ценных бумаг. Вот здесь и кроется истина”.<sup>85</sup> “Самостоятельное движение фиктивного капитала на рынке приводит к резкому отрыву его рыночной стоимости от балансовой, к еще более значительному разрыву между реальными материальными ценностями и их относительно фиксированной стоимостью, представленной в ценных бумагах”.<sup>86</sup> В полном объеме сохраняется критика фиктивного капитала и в экономических публикациях марксистской школы. “В то время, как требования, формируемые “фиктивным капиталом”, выросли до гигантских размеров, подпитываемые массивным приходящим потоком денег, которые не могут себе найти другого прибыльного приложения, рост реальной экономики, который призван, в конечном счете, покрыть эти требования, является наиболее медленным за весь послевоенный период”.<sup>87</sup>

Толкование понятия “фиктивный капитал”, каким оно сложилось в отечественной экономической литературе XX века, было подчинено, по нашему

---

<sup>84</sup> Экономическая теория / Под ред. А.Н.Добрынина, Л.С.Тарасевича. – Санкт-Петербург: Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов, Изд-во «Питер», 2000. – С.382-383.

<sup>85</sup> Богачева Г.Н. Фиктивный капитал как обучающая система реального сектора экономики // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. - №3.

<sup>86</sup> Общая теория денег и кредита / Под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ, 2001. – С.48.

<sup>87</sup> Beams Nick. Fictitious capital and the rise of the Dow. Статья опубликована в Интернет на сайте: World Socialist Web Site, [www.wsws.org](http://www.wsws.org).

мнению, идеологическому требованию доказать нарастание кризиса капитализма, продемонстрировать обострение его противоречий, отторгнуть ценные бумаги (как дубликаты прав частной собственности). Кроме того, критика фиктивного капитала, предпринятая в 20-х – 80-х годах прошлого века в отечественной литературе, сводила фиктивный капитал исключительно к ценным бумагам, которым не было места в хозяйственном обороте экономики, основанной на государственной собственности на средства производства.

*Во-первых*, К.Маркс включал *в фиктивный капитал не только ценные бумаги*, но и, по существу, *все «удвоенные» или «утроенные» долговые требования*, в том числе *вклады в банк*. «С развитием капитала, приносящего проценты, и кредитной системы всякий капитал представляется удвоенным, а в некоторых случаях даже утроенным вследствие разных способов, благодаря которым один и тот же капитал или даже одно и то же долговое требование появляется под различными формами в различных руках. *Большая часть этого «денежного капитала» совершенно фиктивна* (курсив – Я.М.). *Все вклады, за исключением резервного фонда, представляют не что иное, как долговые обязательства банкира, и никогда не существуют в наличности*. Поскольку они служат для жирооборота, они функционируют как капитал для банкиров, после того как эти последние отдадут их в ссуду. Банкиры расплачиваются друг с другом свидетельствами на несуществующие вклады, взаимно списывая со счетов эти долговые требования».<sup>88</sup> «В этой кредитной системе все удваивается, утраивается и превращается в простой призрак».<sup>89</sup> «Если даже предположить, что формой существования ссудного капитала является исключительно форма действительных денег, золота или серебра... то и в этом случае *значительная часть этого денежного капитала будет фиктивной*, то есть простым титулом стоимости, чем-то вроде знаков стоимости. Поскольку... одна и та же сумма денег повторно представляет ссудный капитал, ясно, что они лишь в одном пункте существуют как металлические деньги; во всех других пунктах они существуют лишь в *форме притязаний на капитал*» (курсив – Я.М.).<sup>90</sup>

Относил К.Маркс к фиктивному капиталу и *сумму банкнот, не покрытых металлическим запасом*. «Поскольку Банк (Английский банк – Я.М.) вы-

---

<sup>88</sup> Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С.519.

<sup>89</sup> Там же. С.521.

пускает банкноты без покрытия металлическим запасом, находящимся в его подвалах, он создает знаки стоимости, которые образуют не только средства обращения, но и некоторый добавочный – хотя и фиктивный – капитал для него на сумму номинальной стоимости этих непокрытых банкнот».<sup>91</sup>

Поэтому толкование «фиктивного капитала» в негативном аспекте должно было бы включать в себя в 20 - 80-е годы и банковский кредит, и безналичный оборот в банках. «Раз средства производства перестали превращаться в капитал... кредит как таковой не имеет уже никакого смысла...».<sup>92</sup> На деле в эти годы, поскольку попытки свести денежные отношения при социализме к счетным («счетные деньги», «автоматическое кредитование» и т.п.) не увенчались успехом и поскольку кредит, деньги и банки существовали как экономические величины и в теоретическом, и в практическом отношении, *центр критики «фиктивного капитала» был искусственно смещен в сторону ценных бумаг* – экономического объекта, неизбежно отсутствующего при социализме по идеологическим соображениям и по экономическим условиям – в силу абсолютного преобладания государственной собственности на средства производства.

Неправильно в теоретическом плане относить к фиктивному капиталу только ценные бумаги. С позиций различий между капиталом и «некапиталом» не имеет значения, помещен ли ссудный капитал в форму облигации (ценной бумаги) или же в форму индивидуального долгового обязательства по кредитной сделке. И облигация, и такое долговое обязательство будут представляться внешнему наблюдателю капиталом, то есть быть фиктивным капиталом.

*Во-вторых*, сам термин «фиктивный капитал» предполагает лишь то, что объект, названный «фиктивным», представляясь экономическим агентам - на поверхности - в качестве капитала, таковым не является, обладает иной сущностью (это, по выражению Э.Я.Брегеля, форма помещения ссудного капитала). В этом термине противостоят друг другу его два общеупотребительных значения – «фиктивный» как ненастоящий, вымышленный, мнимый, и «фиктивный» как «не соответствующий тому, за что принимается» (словари русского языка Даля, Ушакова). В первом значении, «фиктивный капитал» вообще не имеет права на

---

<sup>90</sup> Там же. С.559.

<sup>91</sup> Там же. С.594.

существование (так же как «фиктивный вексель», «фиктивный счет», «фиктивное богатство» и т.п.), во втором – фиктивный капитал обладает иной сущностью, хотя объекты, его составляющие, и имеют видимость капитала.

По нашему мнению, К.Маркс пользовался термином «фиктивный» во втором значении, подчеркивая разрыв между действительным капиталом и его дубликатами, которые представляются на поверхности вещей как истинный капитал, но в действительности, будучи лишь «притязаниями на производство», свидетельствами на право получения части прибавочной стоимости, формируют иную реальность, которая лишь принимается экономическими агентами по своей видимости за капитал.

Если «фиктивный счет», «фиктивный вексель», «фиктивная сделка» и т.п. мнимые объекты не имеют, в конечном счете, права на существование (таков по сути характер отечественной критики «фиктивного капитала» в 20- 80-е годы, его «разбухания» в связи с «загниванием» и «паразитизмом» капитализма), то вещь, принимаемая с внешней стороны за иную вещь, хотя бы с ней и связанную, не является вымышленной и выполняет свои собственные функции. Последнее относится и к ценным бумагам, хотя бы они и представлялись на поверхности явлений «фиктивным капиталом». Как уже указывалось, основная функция рынка ценных бумаг – мобилизация денежных средств, готовых стать капиталом, и перераспределение их на цели инвестиций в развитие экономики (ценные бумаги как форма помещения ссудного капитала). «Биржа становится самой выдающейся представительницей капиталистического производства... Ни в одной промышленной стране производство не поспевало за накоплением... Всюду с этим накоплением возрастала и масса рантье... Чтобы облегчить приложение высвободившейся таким образом массы денежного капитала, ныне повсюду, где этого не было раньше, установлены новые законодательные формы для обществ с ограниченной ответственностью и уменьшены обязательства акционеров, прежде несших неограниченную ответственность... Отсюда постепенное превращение промышленности в акционерные предприятия... То же самое относительно торговли... То же самое относительно банков и других кредитных учреждений... В области земледелия то же самое... Далее приложение

---

<sup>92</sup> Там же. С.663.

капитала за границей – все в акциях».<sup>93</sup> Трудно найти более выразительное описание процесса перераспределения денежных средств на основе размещения их в ценные бумаги – фиктивный капитал, который «в дальнейшем развитии имеет тенденции концентрировать в руках биржевиков (то есть собственников ценных бумаг – Я.М.) все производство, как промышленное, так и сельскохозяйственное, и все обращение...».<sup>94</sup>

В итоге, *в исследованиях важно использовать концепцию «фиктивного капитала» именно в том смысле, в каком она понималась на первых порах марксистской школы, а именно для теоретического отделения ссудного капитала от формы, в которую он помещается* («фиктивный капитал») и которая сама представляется внешнему наблюдателю капиталом. Было бы правильно проявлять осторожность в обращении к концепции «фиктивного капитала», учитывая ее идеологизированность, созданную научной практикой 20 - 80-х годов, легкость, с какой само понятие фиктивного капитала приобретает негативный оттенок.

С другой стороны, если не ставится задачи отделения капитала от формы его помещения, то в исследованиях воздействия, которое оказывает рынок ценных бумаг на экономику, при постановке проблем развития фондового рынка нет необходимости в использовании концепции «фиктивного капитала», если только отсутствует заданность его критики в связи с нарастанием кризисных явлений в капиталистическом способе производства. По аналогии, теоретические работы, в центре которых находятся кредит, денежные ресурсы, банки, легко обходятся без признания фиктивным капиталом долговых требований, в которые помещен ссудный капитал, и не являющихся ценными бумагами (ссуды, вклады и т.п.).

### ***Рынок ценных бумаг и его функции***

Рынок ценных бумаг в экономической литературе часто сводится к техническому определению рынка как совокупности институтов (см. выше) либо к характеристике его как “системы экономических отношений”. “Рынок ценных бумаг (фондовый рынок) есть система экономических отношений

---

<sup>93</sup> Энгельс Фридрих. Биржа. Дополнения к третьему тому «Капитала». В кн.: Маркс Карл. Капитал. Том третий. Часть вторая. – М.: Издательство политической литературы, 1978. – С. 990-992.

между теми, кто выпускает и продает ценные бумаги, и теми, кто их покупает и становится их владельцами”.<sup>95</sup> “Рынок – это обмен, организованный по законам товарного производства и обращения, совокупность отношений товарного обмена”<sup>96</sup> (рынок ценных бумаг – это обмен по поводу товара “ценные бумаги”).

Особенностью понятия “рынок ценных бумаг” является то, что этот рынок действительно, с одной стороны, представляет собой *систему экономических отношений* по поводу обмена, в центре которого находится товар “ценные бумаги”, являющийся дубликатом прав на различного рода ресурсы, прежде всего ссуженую стоимость. В частности, форма товара “ценные бумаги” является одной из форм, в которые помещен ссудный капитал, и, соответственно, обращение ценных бумаг является одной из форм движения ссудного капитала и воспроизводства экономических отношений, связанных с этим движением.

С другой стороны, в деловом обороте под рынком ценных бумаг понимается *система институтов*, из которых он состоит (участники обмена – эмитенты и инвесторы, брокеры – дилеры, являющиеся посредниками в обмене, институционально организованные рынки (фондовые биржи, внебиржевые торговые системы), рыночная инфраструктура (депозитарии, регистраторы, расчетно-клиринговые организации), механизм взаимодействия между ними (технологии рынка) и, наконец, сам товар – ценные бумаги (многие их виды).

Из этого следует, что если в области банковского дела понятийный аппарат исследователя включает не только “кредитный рынок” или “рынок банковских депозитов”, но и такие институциональные понятия как “банковская система”, “денежно-кредитная система”, “банковский сектор”, то в области ценных бумаг дефиниция “рынок” полностью охватывает как содержательные (“экономические отношения по поводу обмена”, “движение ссудного капитала, помещенного в форму ценных бумаг”), так и институциональные (“система институтов”) аспекты этого понятия. Аналог распространенной в зарубежной практике дефиниции “отрасль ценных бумаг” (securities industry) в отечественной литературе отсутствует.

---

<sup>94</sup> Там же. С.990.

<sup>95</sup> Экономическая теория (политэкономика): Учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С.443.

<sup>96</sup> Экономика: Учебник / Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: Издательство БЕК, 1999. – С.57.



Многоаспектность понятия «рынок ценных бумаг» открывает возможность *сочетать* в исследовании, посвященном развитию этого рынка, *воспроизводственный* (спрос на ценные бумаги и их предложение, связь с экономическими циклами, взаимодействие с другими формами движения ссудного капитала, воздействие экономических интересов, связанных со структурой собственности, и т.п.) и *институциональный подходы* (организация и структура рынка ценных бумаг и их воздействие на рынок). Соответственно, традиция рассматривать обращение ценных бумаг с позиций движения ссудного капитала и – его отражения – фиктивного капитала свободно может совмещаться с исследовательским подходом к рынку ценных бумаг в духе институционализма.

*Понятие национального рынка ценных бумаг.* Как указывалось выше, объектом исследования в работе выступает российский рынок ценных бумаг, рассматриваемый в сопоставлении с зарубежными развитыми и формирующимися фондовыми рынками. Таким образом, в центре исследования, наряду с российским, другие национальные фондовые рынки. В 1995 г. автором было сформулировано понятие национального рынка в качестве охватывающего «торговлю резидентов между собой (ценными бумагами, выпущенными как резидентами, так и нерезидентами, с номиналами, выраженными как в иностранной, так и в национальной валюте)».<sup>97</sup> С позиций российской практики конца 90-х годов, с учетом опыта формирующихся рынков это – узкое определение, учитывая ту роль, которую играют иностранные инвесторы в обороте акций на внутреннем рынке.

М.Ковригин, отталкиваясь от задачи анализа конкурентоспособности рынков, дает расширительное толкование понятия «страновой рынок» ценных бумаг, исключая из него лишь сферу обращения ценных бумаг, выпущенных нерезидентами в иностранной валюте, сделки по которым (между нерезидентами или между резидентами и нерезидентами) совершаются с использованием внешней инфраструктуры (иностранных торговых, депозитарных, расчетно-клиринговых и регистраторских систем).<sup>98</sup> Таким образом, оборот на иностранных рынках акций, еврооблигаций и других долговых ценных бумаг, выпущен-

---

<sup>97</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 111.

<sup>98</sup> Ковригин М. Конкурентоспособность российского рынка ценных бумаг / Рукопись диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия, 2002 – С. 23.



ных резидентами, является, по М.Ковригину, сегментом «странового рынка» (что действительно важно для оценки его конкурентоспособности).

В настоящем исследовании понятие «российский рынок ценных бумаг» будет отнесено только к тому обороту ценных бумаг, выпущенных как резидентами, так и нерезидентами, с номиналами в иностранной и отечественной валюте, который происходит на базе внутренних торговых систем (при этом денежные расчеты могут осуществляться за рубежом, как это делается в Российской торговой системе). Именно этот оборот призван обеспечивать выполнение основной функции национального фондового рынка – перераспределение временно свободных денежных ресурсов на цели инвестиций в экономику.

**Функциональные аспекты рынка ценных бумаг.** Исследование рынка ценных бумаг и проблем его развития должно происходить прежде всего с позиций, насколько полно им в конкретной экономике (в данном случае в экономике России) осуществляются свойственные ему *функции*. Что и как необходимо сделать, чтобы функции рынка ценных бумаг осуществлялись наиболее результативно исходя из цели устойчивого развития экономики?

Функции есть “внешнее проявление свойств объекта в данной системе отношений”.<sup>99</sup> Широко распространено понимание функции как “специфического проявления сущности объекта, данного в его действии”. Применительно к российской науке о кредите О.И.Лаврушиным предложено понимание функции кредита в качестве его взаимодействия как целого с внешней средой.<sup>100</sup> При этом выделяются как *функции экономической категории* (кредита, денег и т.п.), так и *функции институтов*, посредством которых происходит движение ссуженной стоимости (банков, например).<sup>101</sup>

В этой связи *функции рынка ценных бумаг в большей мере соотносятся с функциями институтов, выделяемыми в теории кредита* (банков, банковской системы). Как показано выше, уже Ф.Энгельс, Р.Гильфердинг, М.Туган-Барановский обращали внимание на функцию рынка ценных бумаг (применительно к бирже) по мобилизации и перераспределению денежных ресурсов для направления их на развитие экономики. Р.Гильфердинг

<sup>99</sup> Философский словарь. – М.: Издательство политической литературы, 1986. – С.526.

<sup>100</sup> Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – с. 188.

<sup>101</sup> Там же. С. 314 – 318.

указывал на информационную функцию фондового рынка, а также на функцию поддержания ликвидности.

В отечественной литературе впервые вопрос о необходимости выполнения рынком ценных бумаг своей базовой *перераспределительной функции* был поставлен автором в 1994–95 годах. В частности, отмечалось, что необходима “переориентация рынка ценных бумаг”, что “вместо обслуживания быстро растущих финансовых запросов государства, перераспределения крупных портфелей акций и спекулятивного бума вокруг новых торгово-финансовых компаний, не имевших ранее реальных активов, - вместо выполнения этих задач, имеющих вторичное значение, рынок ценных бумаг должен быть направлен на выполнение своей *главной функции* - на преодоление инвестиционного кризиса, аккумуляцию свободных денежных ресурсов для направления их на цели восстановления и последующего роста производства в России». <sup>102</sup>

Понимание того, что перераспределение денежных средств на цели развитие экономики является базовой функцией фондового рынка, начало складываться в российском деловом обороте только к концу 90-х годов. Еще в 1997 г. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг указывала, что «ключевые функции рынка ценных бумаг» - «обеспечение ликвидности, раскрытие информации, поставка ценных бумаг». <sup>103</sup> «Главная функция фондовой биржи... заключается в том, чтобы служить вторичным рынком, т.е. рынком обращения ценных бумаг, благодаря которому они приобретают ликвидность». <sup>104</sup> Только в конце 2000 г. регулятор фондового рынка стал рассматривать «привлечение денежных средств как важнейшую функцию рынка ценных бумаг». <sup>105</sup>

В настоящее время *различные авторы* создают *отличающиеся версии функций рынка ценных бумаг*, неизменно *подчеркивая главенство перераспределительной функции*. «Основная функция фондового рынка заключается в мобилизации денежных средств вкладчиков для целей организации и расшире-

---

<sup>102</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 38.

<sup>103</sup> Квалификационный минимум по базовому экзамену для руководителей и специалистов организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, утвержденный распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 28 октября 1997 г. № 1439-р.

<sup>104</sup> Экономика переходного периода / Под ред. В.В.Радаева, А.В.Бузгалина. – М.:Изд-во МГУ. 1995. – С.400.

<sup>105</sup> Квалификационный минимум по базовому экзамену для руководителей и специалистов организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, утвержденный распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 17 ноября 2000 г. № 1008-р.

ния производства... Другая функция - информационная. Она состоит в том, что ситуация на рынке ценных бумаг сообщает инвесторам информацию об экономической конъюнктуре в стране и дает им ориентиры для вкладывания своих капиталов».<sup>106</sup> Функции рынка ценных бумаг: централизация временно свободных средств и сбережений собственников для финансирования производства и строительства; покрытие дефицита текущего бюджета; перелив капитала, позволяющий «быстро осуществлять межотраслевое и межрегиональное перемещение капитала с целью его концентрации в технически или экономически прогрессивных отраслях производства и наиболее перспективных регионах»; информационная функция.<sup>107</sup> «Главная функция финансового рынка (рынка ссудных капиталов) состоит в трансформации бездействующих денежных средств в ссудный капитал».<sup>108</sup> А.В.Карпушкина выделяет следующие функции рынка ценных бумаг: аккумуляции сбережений на инвестиционные нужды; участия в организации и осуществлении контроля над предприятиями, банками и т.д.; перераспределения инвестиций и перелива капитала; перераспределения доходов; информирования участников экономической деятельности о состоянии конъюнктуры экономики в целом и ее отдельных звеньев; макроэкономического регулирования на отраслевом, региональном, государственном и международном уровнях; экспорта – импорта капитала.<sup>109</sup> Функцией любого рынка являются: информационная; посредническая; ценообразующая; регулирующая; saniрующая.<sup>110</sup>

Важную часть рынка ценных бумаг, как показывает деловой оборот, составляет движение ссуженной стоимости в ее превращенной форме – в форме обращения «титолов собственности», дубликатов, фиксирующих права собственности на ссуженную стоимость. Во многих случаях акт покупки ценной бумаги означает для продавца высвобождение ранее вложенного им ссудного капитала в денежной форме, для покупателя – помещение свободного денежного капитала, являющегося по своей природе ссудным капиталом. Соответственно, *веду-*

<sup>106</sup> Курс экономической теории / Под ред. М.Н.Чепурина, Е.Л.Киселевой. – Киров: Издательство «Аса», МГИМО МИД РФ, 1998. – С.395-396.

<sup>107</sup> Экономическая теория (политэкономика): Учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С.443-444.

<sup>108</sup> Экономика: Учебник / Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: Издательство БЕК, 1999. – С.436.

<sup>109</sup> Карпушкина А.В. Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России // Автореферат диссертации на соискание уч. ст. к.э.н. по специальности 08.00.01. – Челябинск: Челябинский филиал Института экономики Уральского отделения Российской академии наук, 1999.

<sup>110</sup> Экономика: Учебник / Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: Издательство БЕК, 1999. – С.60-62.

*щей функцией* рынка ценных бумаг является *перераспределительная функция*, выражающаяся прежде всего в аккумуляции временно свободных денежных ресурсов и перераспределении их на цели инвестиций в развитие экономики. Другой *важнейшей функцией* рынка ценных бумаг является *выражение, перераспределение и подтверждение в хозяйстве прав собственности на стоимость, находящуюся в различных вещественных формах*. Именно по отношению к ценным бумагам и по поводу их движения на фондовом рынке выражаются наиболее глубокие экономические интересы индивидов – интересы, связанные с собственностью.

*Остальные функции рынка ценных бумаг* (состав которых может являться предметом дискуссии) носят *подчиненный характер*. Являются ли «экспорт – импорт капитала» или «покрытие дефицита бюджета» функциями рынка ценных бумаг в качестве «специфических проявлений его сущности в действии»? Во всяком случае, они второстепенны в сравнении с *информационной функцией рынка* (перераспределение не только денежных капиталов, но и информации, являющейся ключевым элементом в процессе принятия экономических решений), с *функциями: по перераспределению рисков в экономике* (на рынке ценных бумаг часто говорят о том, что «покупают» или «продают риск»); *по поддержанию ликвидности* (в результате даже сделки с акциями могут рассматриваться как отражение движения ссудного капитала); *по оценке бизнеса и других ресурсов, доступ к которым предоставляется на основе обращения их дубликатов – ценных бумаг* (ценные бумаги являются «титулами собственности», т.е. выразителями наиболее фундаментальных экономических интересов индивидов, их оценка рынком «как дубликатов собственности» является в сознании индивидов оценкой тех ресурсов, в том числе имеющих капитальный характер, которыми они владеют); *регулирующей функцией* (воздействие на экономику, по выражению А.Смита, «невидимой руки рынка»); *ценообразующей функцией* (образование цен на товары, в качестве которых выступают ценными бумаги). Возможно говорить о *функции фондового рынка по экономии издержек обращения* (обращение векселей и чеков, снижающих издержки товарного обращения, использование ценных бумаг как субститутов, чье движение замещает, представляет движение ресурсов, субститутами которых они являются, что резко снижает издержки на обращение указанных ресурсов).

Формальная дискуссия по поводу того, какой набор функций, выделяемых различными авторами, наиболее адекватен сущности рынка ценных бумаг, не входит в задачи диссертационного исследования. В центре настоящей работы, подготовленной на российском материале, – осуществление рынком ценных бумаг своей главной – исторически и логически – функции – аккумуляции временно свободных денежных средств, готовых превратиться в денежный капитал, и направления этих средств на цели развития экономики (*перераспределительная функция*). Введение этого ограничения крайне важно с учетом того, что попытка исследования фондового рынка с позиций реализации им иных функций (информационной, ценообразующей, регулирующей, поддержания ликвидности и т.п.) неизбежно привела бы к существенным изменениям в структуре и содержании работы.

### ***Фундаментальные факторы, воздействующие на способность рынка ценных бумаг к перераспределению денежных ресурсов***

Как указывалось выше, ключевой функцией фондового рынка является мобилизация и перераспределение временно свободных денежных ресурсов на цели развития экономики. От того, насколько качественно и объемно реализуется эта функция, зависит полнота финансирования потребностей в ссудном капитале для покрытия дефицита инвестиций, обслуживающих растущую экономику.

В связи тем, что объектом исследования в работе выступает российский рынок ценных бумаг, дальнейший теоретический анализ будет вестись для *национального рынка ценных бумаг*, границы которого рассмотрены выше.

С какой бы позиции – воспроизводственной или институциональной (см. выше) – ни исследовался фондовый рынок, в любом случае он является сложной системой, выполнение функций которой, что верно для любой системы, зависит от ряда фундаментальных, критических для нее факторов. Как *фундаментальные* рассматриваются *факторы* с определенным *вектором действия*, которые, имея объективный характер, в существенной степени и в течение длительного времени (период не менее 5-10 лет) определяют *системные, наиболее существенные характеристики рынка ценных бумаг на уровне макроэкономики, его структуру, процесс взаимодействия между элементами и способность* ка-

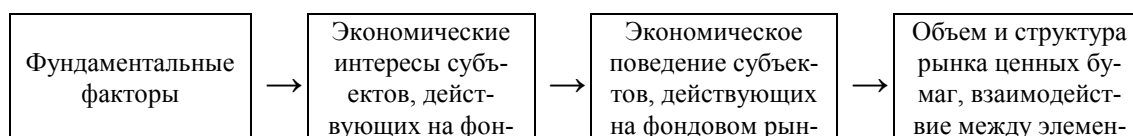
чественно и в необходимом для экономики объеме *выполнять* свою *основную функцию* по перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций.

Это определение соответствует *значениям понятия «фактор»* как «движущая сила, причина какого-либо процесса, явления, определяющая его характер или одну из его характерных черт»,<sup>111</sup> и *термина «фундаментальный»* как «основательный, основной»,<sup>112</sup> «основной, главный, глубокий (перен.)»,<sup>113</sup> «основной, главный, основательный, глубокий».<sup>114</sup>

Таким образом, наиболее существенные, системные характеристики конкретного рынка ценных бумаг являются функцией от фундаментальных факторов. Часть указанных факторов являются *внешними*, действующими из-за рубежа, по отношению к *национальному рынку ценных бумаг*, как к *системе*, часть – *внутренними*, относящимися к экономической и социальной структуре страны, архитектуре ее фондового рынка. Выявление *фундаментальных факторов* и характера их влияния на фондовый рынок позволяет в том случае, если рынок не выполняет своей основной функции, формировать такие стратегии его развития, которые бы устранили или снижали силу влияния негативно действующих факторов. Как будет показано в дальнейшем исследовании, эта научная задача является актуальной прежде всего по отношению к российскому рынку ценных бумаг.

*Фундаментальный характер факторов* проявляется в том, что они *существенным образом* влияют на *экономические интересы субъектов*, действующих на фондовом рынке, изменяя их *экономическое поведение* в масштабах, приводящих к глубоким изменениям в самом рынке ценных бумаг как системе. Схема влияния фундаментальных факторов на рынок ценных бумаг приведена на *рис. 1*.

*Рисунок 1*  
*Схема влияния фундаментальных факторов на рынок ценных бумаг*

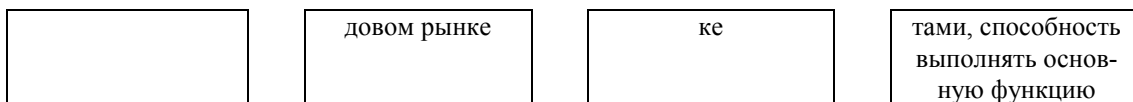


<sup>111</sup> Словарь современного русского литературного языка. Том шестнадцатый. – Москва – Ленинград: Изд-во «Наука», 1964. – С.1215.

<sup>112</sup> В.Даль. Толковый словарь живого великорусского языка. Том Четвертый. – Москва, Санкт-Петербург: Издание книгопродавца – типографа М.О.Вольфа, 1882. – С.539.

<sup>113</sup> Словарь русского языка. Том IV. М.: Институт русского языка АН СССР, Изд-во «Русский язык», 1988. – С.587.

<sup>114</sup> Словарь иностранных слов. – М.: Изд-во «Русский язык», 1979. – С.556.



Теоретический анализ (в дальнейшем он будет подкреплён развернутым фактологическим исследованием) позволяет предположить, что фундаментальными факторами, определяющими способность рынка выполнять свою функцию по перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций, являются следующие (рис. 2). Ниже приведено обоснование причин, по которым указанные факторы выделены в качестве фундаментальных. Это обоснование носит вводный характер и предшествует детальному анализу фундаментальных факторов, сделанному в диссертации.

**Полнота выделения фундаментальных факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг.** Фундаментальные факторы должны быть рассмотрены с позиций того, не существуют ли причинно-следственные связи, обладающие высоким потенциалом воздействия на фондовый рынок, которые не были учтены при формировании перечня данных факторов? Были ли соблюдены системность и логика в выделении фундаментальных факторов?

Рисунок 2

**Классификация важнейших фундаментальных факторов**



Ответы на эти вопросы могут быть даны в следующей *схеме*, из которой следует, что выделены **все основные группы факторов**, которые могут воздействовать на фундаментальном уровне на национальные рынки ценных бумаг.



<i>Группа факторов</i>	<i>Фундаментальные факторы, принадлежащие к группе</i>	
Тип общества, его формационная принадлежность	Тип экономической и политической системы. Политическая и социальная стабильность	Структура собственности
Социокультурные особенности населения	Модель экономического поведения населения. Религиозный фактор («протестантский» капитализм, исламские финансы и т.п.)	
Уровень развития экономики	Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка. Степень близости к индустриальным странам	Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам. Насыщенность ценными бумагами
Структура экономики	Финансовая глубина и финансовая структура макроэкономики. Отраслевая структура макроэкономики	Мировые цены на нефть и сырье (или на иную продукцию в монопродуктовых экономиках)
Цикличность экономики	Долгосрочные циклы мировой экономики	Внутристрановые экономические циклы
Взаимозависимость рынков	Зависимость от рынка-лидера и других ведущих рынков. Взаимозависимость с другими рынками	Региональная принадлежность рынка (Азия, Латинская Америка, Европа и т.п.)
Исторически сложившиеся особенности рынка ценных бумаг	Жизненный цикл фондового рынка. Накопленные диспропорции и проблемы в организации рынка	
Политика государства	Экономическая и финансовая политика государства	

**Тип экономической и политической системы. Политическая и социальная стабильность.** Рынок ценных бумаг основан на децентрализованном принятии решений эмитентами (о привлечении финансирования) и инвесторами (о размещении временно свободных средств). Чем более рыночной является модель экономической системы в стране, чем менее централизованы политические, экономические и другие решения, чем больше различных категорий лиц имеет право действовать на рынке и чем большее количество ресурсов имеет товарную форму, тем шире возможности для развития рынка ценных бумаг. Например, административная экономика, базирующаяся на концентрации власти, собственности и денежных ресурсов в руках государства или узкой группы людей, существенно ограничивающая экономические и политические свободы населения, не имеет возможности создать массовый рынок ценных бумаг, основанный на розничных сбережениях и диверсифицированной собственности в акционерных капиталах. Максимум возможного для него – рынок государственных займов (внешних или принудительных внутренних).

При этом ключевое значение для развития рынка ценных бумаг имеет политическая и социальная стабильность. В открытых рыночных экономиках, в которых каждые выборы или через частые социальные взрывы и политические



перевороты решается вопрос о модели экономической и политической системы, в которых ни одна из таких моделей не имеет большинства голосов населения (население в существенной мере разделено по вопросу об устройстве страны), не могут формироваться масштабные рынки ценных бумаг, способные удовлетворять спрос на инвестиции. Такие рынки неизбежно становятся спекулятивными, незначительными по объему. Слишком велики риски потери инвестиций. И, наоборот, пример Китая показывает, что директивная экономика, имеющая расширяющийся рыночный сегмент, в сочетании с политической и социальной стабильностью способна создавать масштабные фондовые рынки, на которых действуют как внутренние розничные, так и крупные иностранные инвесторы.

**Структура собственности** определяет систему экономических интересов в стране и, на этой основе, базовые параметры спроса на ценные бумаги, границу и структуру рынка ценных бумаг. Чем более укрупненной, объединенной в крупные доли является собственность на любые ресурсы, прежде всего на предприятия, тем менее собственники заинтересованы в ее дроблении и тем в большей мере заинтересованы, чтобы привлекаемое финансирование не вело к перераспределению собственности. Собственность, если она собрана в крупные доли или даже принадлежит единому держателю (например, государству), в меньшей степени пригодна для объемного рыночного оборота ценных бумаг, являющихся титулами собственности, дубликатами ресурсов, находящихся в руках разных владельцев. Такой оборот предполагает множественность, дробность товара. Преобладание крупных собственников и их экономических интересов неизбежно ведет к сжатию рынка ценных бумаг, к упрощению его структуры (например, к вымыванию из оборота акций). И, наоборот, чем более раздроблена собственность на ресурсы (предприятия, земля и т.п.), тем объемнее и сложнее рынки ценных бумаг, представляя движение прав на них.

**Модель экономического поведения населения. Религиозный фактор.** Модели экономического поведения населения различных стран в существенной мере не совпадают (анализ см. ниже). Поведение исламских инвесторов является иным, чем массовых розничных инвесторов Японии и Южной Кореи. Операции на фондовом рынке средней американской семьи во многом отличны от того, как ведет себя на этом рынке средняя семья из Германии или Австрии или,

например, из России. В каждой конкретной стране модель экономического и, соответственно, финансового поведения населения формируется, как сплав, из интересов, свойственных «экономическому человеку» неоклассической модели (см. выше), из интересов собственника, обращенного к возможности присваивать прибавочный продукт, в марксистской традиции, из стереотипов, возникающих в «коллективистском поведении» институционализма, из социокультурных, в т.ч. религиозных традиций, часто подменяющих рациональное экономическое поведение индивида иррациональным («социальная экономия», «поведенческие финансы» и т.д.). Значительную роль должна играть этнопсихология.<sup>115</sup>

Экономические доктрины различных религий, во многом определяющих мировоззрение человека, его поведение «в миру», не могут не влиять фундаментальным образом на принятие индивидами экономических, в том числе финансовых решений. Например, если в стране доминирует религия, поощряющая экономический рационализм, сбережения, деятельность, ориентированную на получение прибыли, личные блага, полученные на основе упорного труда, то фондовый рынок в этой стране будет заведомо более объемным и сложным, чем в стране, в которой основная религия подчеркивает приверженность бессребренническому труду и коллективистским интересам, критикует общество потребления, активно запрещает те или иные формы финансовой деятельности как не соответствующие канонам религии (см. позицию С.Н.Булгакова, изложенную в *пункте 1.1*, подробный анализ будет приведен ниже).

**Финансовая глубина макроэкономики.** Понятие «финансовой глубины» (financial depth) макроэкономики было введено в конце 80-х годов Мировым банком с тем, чтобы отразить связь между насыщенностью экономики денежными ресурсами, сложностью и разветвленностью финансовой и денежно-кредитной системы, с одной стороны, и темпами экономического роста, с другой.<sup>116</sup> Ключевым показателем «финансовой глубины» считается *монетизация хозяйственного оборота*, степень его насыщенности деньгами, обычно изме-

---

<sup>115</sup> «Этнопсихология – междисциплинарная отрасль знания, изучающая этнические особенности психики людей, национальный характер, закономерности формирования и функции национального самосознания, этнических стереотипов и т.д.». См. в кн. Психология. Словарь. – М.: Издательство политической литературы, 1990. – С.468.

<sup>116</sup> World Bank Development Report 1989. – Wash.: World Bank, 1989. – 357 p.

ряемая коэффициентами монетизации (например, «Деньги + Квази-Деньги / ВВП»).

В конце 80-х годов в исследованиях Всемирного банка было доказано на примере нескольких десятков стран, что чем выше насыщенность хозяйства финансовыми и денежными ресурсами, тем, при прочих равных условиях, выше темпы экономического роста (более объемным и диверсифицированным является денежный спрос, более крупные потоки денежных ресурсов перераспределяются с тем, чтобы финансировать экономическое развитие, не допускается искусственного дефицита денег, ограничивающего инвестиции).

С нарастанием финансовой глубины экономики, со всё более полным удовлетворением финансовых потребностей, возникающих в связи с развитием хозяйства, формируется необходимость во всё более крупных, ликвидных, массовых финансовых рынках, являющихся механизмом перераспределения денежных ресурсов на цели развития. Соответственно, **финансовая глубина** экономики является **фундаментальным фактором**, определяющим масштабы фондового рынка. Чем выше насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (выше уровень монетизации), тем более крупными и сложными являются фондовые рынки, тем более они оценены. Тем выше насыщенность экономики ценными бумагами, крупнее брокеры, банки и другие участники фондового рынка.

**Финансовая структура макроэкономики.** Дефицит инвестиций, величина налогового бремени, процентные ставки, валютный режим и уровень либерализации счета капиталов, степень использования государством внутренних денежных ресурсов, доля центрального банка в их перераспределении, соотношение между долговым финансированием и собственными средствами, динамика цен и другие факторы, относящиеся к финансовой структуре экономики, являются определяющими для формирования рынка ценных бумаг.

Приведем примеры причинно-следственных связей (с учетом того, что каждый из указанных выше факторов оказывает множественное, разнонаправленное воздействие на экономику). Дефицит инвестиций прямо определяет величину спроса на ценные бумаги. Рост налогового бремени, увеличение доли денежных ресурсов, используемых государством, приводит к

уменьшению свободных денежных средств, находящихся в распоряжении негосударственных компаний и населения, что, в свою очередь, оказывает подавляющее действие на фондовый рынок (как со стороны спроса, так и предложения ценных бумаг). Высокая доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов имеет своим следствием ослабление денежных потоков, идущих через коммерческие банки, брокерско-дилерские компании и других финансовых посредников, сужение финансового рынка, включая рынок ценных бумаг в качестве его сегмента. Валютный режим, степень либерализации счета капиталов, процентные ставки прямо определяют ресурсные границы и структуру фондового рынка: возможности операций иностранных инвесторов на внутреннем рынке и резидентов на внешних рынках, степень спекулятивности рынка ценных бумаг, соотношение между его различными сегментами. Долгосрочная динамика цен на товары и услуги в макроэкономике в существенной мере влияет на динамику курсов ценных бумаг. Ценные бумаги являются товаром, частью товарного мира и в этом своем качестве открыты для инфляционного воздействия на цены.

*Отраслевая структура макроэкономики.* Мировая практика дает множество типов экономик: монопродуктовые развивающиеся; аграрные; сырьевые; диверсифицированные индустриальные; развитые экономики, специализированные на финансовых услугах, и т.п. Велики отраслевые особенности экономик в связи с неравномерным размещением природных ресурсов. Очевидно, что отраслевые различия экономик будут определять и существенные отраслевые различия в структуре капитализации фондовых рынков различных стран, в структуре спроса на ценные бумаги. Существенными будут различия в составе эмитентов, в структуре предложения ценных бумаг, в составе инвесторов.

*Экономическая и финансовая политика государства* прямо влияет на систему экономических интересов субъектов, участвующих в воспроизводственном процессе, и, соответственно, может сдерживать или, наоборот, стимулировать развитие рынка ценных бумаг и отдельных его сегментов. В частности, неадекватное использование инструментов финансовой и денежной политики государства может, искажая систему экономических интересов, затруднять формирование рынка ценных бумаг как механизма перераспределения средств для инвестиций, прежде всего, в реальный сектор, вызывать экстремальную

волатильность этого рынка. Слишком жесткая налоговая и денежная политика в фазе финансовой стабилизации, отсутствие налоговых стимулов, поддерживающих интерес к стимулированию в ценные бумаги, несвоевременный переход к политике стимулирования экономического роста, непродуманная либерализация счета капиталов, неправильное применение процентной политики, создающее искусственно высокий уровень процента в одних секторах финансового рынка в ущерб другим, – всё это примеры искажений, которые могут создавать серьезные деформации в структуре рынка ценных бумаг, в том, какие задачи он выполняет на практике, какие риски несет и т.п.

***Жизненный цикл фондового рынка.*** Как и любые другие социально-экономические системы, рынок ценных бумаг имеет свой жизненный цикл (life cycle). От стадии зарождения (недооцененность активов, высокие риски и волатильность, быстрый рост стоимостных объемов и операционной способности, становление архитектуры рынка) к стадии зрелого роста, стабилизации и далее – к накоплению проблем, которые бросают вызов самому факту существования рынка. Исследование российского фондового рынка должно исходить из того, что этот рынок, восстановленный после 70-летнего перерыва, находится на первой стадии жизненного цикла. Его часто экстремальные характеристики, накопленные проблемы и диспропорции относятся к стадии зарождения рынка, политика его развития относится к задаче перехода в стадию зрелого роста рынка.

***Накопленные диспропорции и проблемы в организации рынка ценных бумаг.*** Фондовый рынок сам по себе является сложной системой. Накопленные долгосрочные искажения в его архитектуре, диспропорции в организации рынка, сформировавшиеся в течение длительного времени, нарушения принципов устройства фондового рынка, обеспечивающих выполнение его функций, дисбаланс отдельных элементов и связей между ними, ослабленная операционная способность фондового рынка как системы, вызванная дефицитом ресурсов для его развития, - все эти факторы, если они существуют, действуют на фундаментальном уровне, ограничивая способность рынка ценных бумаг осуществлять перераспределительную и другие функции. И, наоборот, если организация и операционная способность фондового рынка как системы адекватны выполняемым им функциям, если обеспечивается максимально полная реализация таких

принципов устройства фондового рынка, как эффективность рынка, раскрытие информации, отсутствие фрагментарности, честность и справедливость механизма ценообразования, то тем самым создается сильный стимул для инвесторов, эмитентов и финансовых посредников для входа на рынок ценных бумаг, расширения на нем операций, создания все более сложных финансовых технологий и продуктов, базирующихся на ценных бумагах.

***Внутристрановые экономические циклы. Экономическая конъюнктура.*** Хотя практика формирующихся рынков (в т.ч. российского) показывала краткосрочные периоды их роста, накладывающиеся на негативную экономическую конъюнктуру, этот рост неизменно носил спекулятивный характер, заканчиваясь корректировкой рынков. При осуществлении фондовым рынком своей перераспределительной функции базовым экономическим интересом инвестора является превращение высвобожденных денежных средств в капитал, приращение капитала, получение части прибавочного продукта, произведенного в результате инвестиций. Другим базовым интересом инвестора является обладание правами на ресурсы, титулом собственности на которые, дубликатом являются ценные бумаги. Такие интересы неизбежно связаны с расширением производства, обеспечением его непрерывности, с упрочением финансового положения хозяйства. Соответственно, динамика спроса на ценные бумаги следует за экономической конъюнктурой или даже предвидит, несколько опережает ее, если иметь в виду информационную, прогностическую функцию рынка ценных бумаг и зависимость спроса на ценные бумаги от массовых психологических ожиданий инвесторов, их коллективистского поведения (если вести анализ в традиции институционализма, поведенческих финансов и т.п.).

***Долгосрочные циклы мировой экономики.*** Длинные волны в мировой экономической динамике, которые исследовали Н.Кондратьев, С.Кузнец, Й.Шумпетер и многие другие авторы,<sup>117</sup> захватывают связанные множества стран (индустриальный, а за ним и развивающийся мир); по отношению к ним короткие циклы в национальных экономиках носят частный, более поверхностный характер. Как и в коротких циклах, в силу сущности экономических интересов, связанных с инвестированием в ценные бумаги (см. выше), неизбежно

---

<sup>117</sup> См., например: Классики кейнсианства: В 2-х т. Т.1. Харрод Р. К теории экономической динамики. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход. Ч. I – II. – М.: Экономика, 1997. – С.255 – 259.

должны возникнуть длинные волны в развитии фондовых рынков, относительно совпадающие с долгосрочными циклами мировой экономики и, как и последние, распространяющиеся на всё более крупные (в меру интеграционных процессов) группы стран. Эти волны должны в долгосрочном периоде оказывать значительное воздействие на объемы, стоимостную динамику, структуру и операционную способность национальных рынков ценных бумаг.

***Мировые цены на нефть и сырье.*** Производство топлива и ключевых видов сырья является базисом мировой экономики, системные нарушения в этих отраслях неизбежно ведут к кризисам в процессе воспроизводства, включая его финансовую составляющую (пример – нефтяной кризис 70-х годов, вызвавший масштабные кризисные явления в финансовой сфере, включая рынок ценных бумаг). Ряд стран, включая Россию, в существенной мере зависят от экспорта топлива, снижение мировых цен на нефть и газ жестко и неизбежно ограничивает приток денежных ресурсов в экономику, способность к инвестициям и хозяйственному росту и, как следствие, вызывает масштабные расстройства национальных рынков ценных бумаг. И, наоборот, подъем мировых цен на нефть и газ должен не только создавать благоприятные условия для развития народного хозяйства, но и вызывать позитивную динамику рынков ценных бумаг стран, зависящих от экспорта топлива. Эти теоретические предположения будут в дальнейшем подкреплены фактологическим исследованием.

***Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам. Насыщенность ценными бумагами.*** Деление фондовых рынков на развитые (developed markets) и формирующиеся (emerging markets)<sup>118</sup> является международно признанной классификацией (Всемирный банк, МВФ и др.).<sup>119</sup> Абсолютное большинство формирующихся рынков принадлежит развивающимся странам (developing countries) или странам с переходной экономикой (transition economies), включая Россию. Эти рынки (в отличие от развитых экономик) характеризуются меньшей насыщенностью хозяйства денежными средствами и финансовыми инструментами, включая ценные бумаги, меньшей операционной спо-

<sup>118</sup> Иногда в российской языковой практике термин “emerging markets” переводится как «возникающие рынки».

<sup>119</sup> В соответствии с классификацией IFC (International Finance Corporation) и Standard & Poor’s к категории emerging markets относятся, в основном, рынки ценных бумаг, находящиеся в экономиках с низкими и средними доходами на душу населения (в соответствии с классификацией Всемирного банка). Всемирный банк определяет в качестве таковых экономики с величиной ВВП на душу населения меньше 9266 долл. (2001 г., Classification of Economies, www.worldbank.org). См. руководство “The S&P Emerging Markets Indices. Methodology, Definitions and Practices”, опубликованное в Интернете на сайте Standard & Poor’s.



способностью самого рынка к перераспределению свободных денежных средств на цели развития экономики, более высокими рисками и волатильностью, более сильной зависимостью от иностранных инвесторов, значительно меньшими объемами и ликвидностью, сходством в структуре и проблемах финансового сектора в целом. Различия развитых и формирующихся рынков в степени зрелости, реальность существования двух групп рынков, сходных – внутри группы - в базовых характеристиках, будут детально показаны в дальнейшем исследовании. Быть формирующимся рынком – это качественное состояние, предопределяющее для конкретного национального рынка (в том числе для российского) его важнейшие параметры, сходные со всей группой формирующихся рынков.

***Региональная принадлежность рынка.*** Для формирующихся рынков характерна высокая зависимость от иностранных инвесторов. Особенностью управления портфелями ценных бумаг, выпущенных на формирующихся рынках, состоит в том, что их владельцы – нерезиденты вначале принимают решения о вложении средств в определенный регион (Латинская Америка, Восточная Европа, Азия и т.п.), а затем уже распределяют портфель по конкретным странам. Рынки, находящиеся в конкретном регионе, связаны друг с другом, образуют конгломерат рынков и находятся в конкуренции за ограниченную сумму ресурсов. Российский фондовый рынок часто рассматривают параллельно с другими ключевыми рынками Восточной Европы – Венгрии, Польши, Чехии. Соответственно, при прочих равных иностранные инвесторы вводят или выводят средства из целого региона, а региональная принадлежность конкретного национального рынка играет важное значение, определяя ресурсные возможности для его развития.

***Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка.***  
***Степень близости к индустриальным странам.*** Конкурентоспособность рынка ценных бумаг – комплекс его преимуществ и недостатков в сравнении с другими рынками, формирующий определенный уровень его риска, ликвидности и доходности и определяющий степень привлекательности рынка для неспекулятивных инвесторов в сравнении с другими рынками. Все рынки конкурируют друг с другом за ресурсы инвесторов, за торговую активность, за объемы предоставляемых услуг. Фондовые рынки, обладающие малой операционной способностью, предлагающие неудобную и ненадежную архитектуру,



отличающиеся неоправданно высокими рисками и нарушениями в честности и справедливости механизма ценообразования, неизбежно привлекают преимущественно спекулятивных инвесторов, постоянно проигрывают в объемах торговой активности, денежных ресурсов, поступающих для перераспределения. Внутренние рынки ценных бумаг начинают сжиматься за счет ухода за рубеж отечественных инвесторов, эмитентов и торговой активности по ценным бумагам, выпущенных резидентами. Не развиваются или даже начинают сокращать свою деятельность брокерско-дилерские компании и другие профессиональные участники, действующие на внутреннем рынке. Усиливается зависимость национального рынка от спекулятивных иностранных инвесторов, от движения внешних рынков, очень высокой становится волатильность рынка, а ликвидность – незначительной.

Конкурентоспособность национального рынка ценных бумаг ограничивается «сверху» конкурентоспособностью страны, является отчасти функцией от нее. Конкурентоспособность страны, рассматриваемая с разных точек зрения (от уровня экономического развития, платежеспособности и странового риска до уровня развития человеческого фактора), имеет надежную многолетнюю базу измерений, осуществляемых международными институтами. В итоге, конкурентоспособность рынка ценных бумаг может иметь количественную оценку, сопоставимую с другими странами и дающую один из ответов на вопрос о том, как интерпретировать – в терминах причинно-следственных связей и в долгосрочном контексте – состояние рынка ценных бумаг.

Конкурентоспособность национального рынка ценных бумаг, если речь идет о переходной или развивающейся экономике, ограничена также «сверху» конкурентоспособностью всей группы формирующихся рынков в сравнении с группой развитых фондовых рынков. При этом чем ближе - с точки зрения иностранных инвесторов - конкретный формирующийся рынок расположен по степени зрелости к развитым рынкам, тем выше его конкурентоспособность. Более всего это должно проявляться в моменты масштабных фондовых кризисов, когда риски и волатильность формирующихся рынков, имеющих меньшую степень зрелости, должны быть значительно выше, чем у формирующихся рынков, приближенных по зрелости к развитым рынкам.

***Зависимость от рынка - лидера и других ведущих рынков. Взаимозависимость с другими рынками.*** Примерно 50-55% мировой капитализации рынков акций занимают США, что предопределяет доминирующее положение этого рынка и влияние, которое оказывает его динамика на другие национальные фондовые рынки. 7 из более 20 развитых рынков акций (Великобритания, Германия, Италия, Канада, США, Франция, Япония) составляют примерно 80% мировой капитализации. Более 83 формирующихся рынков не превышают 5 – 7% мировой капитализации. Этот баланс сил предполагает, что доминирует не только рынок США, но и совместно с ним группа рынков индустриального мира. Количественный и качественный рост формирующихся рынков зависит от развитых рынков. В краткосрочном плане падение развитых рынков вызывает и кризис на формирующихся рынках. Обратное влияние – с существенно меньшей вероятностью. Наоборот, средства инвесторов, покинувшие формирующиеся рынки, могут вызвать быстрый рост стоимости финансовых активов на развитых рынках, во всяком случае в той их части, которая сопоставима по риску и доходности с активами формирующихся рынков (как это произошло в 1997 г.).

Кроме глобальной взаимной зависимости рынков, рассмотренной выше, должны существовать и более частные взаимозависимости, во-первых, в рамках регионов (инвесторы направляют дополнительные средства в регион, на фондовых рынках регионов начинается подъем), а, во-вторых, между рынками, расположенными в разных регионах, которые международные инвесторы считают рынками – аналогами (ниже будут рассмотрены подобные аналогии, проводимые между рынками России и Бразилии). Рынки – аналоги, их развитие и динамика, должны находиться в сильной связи.

### ***Перспективы применения математических методов исследования фундаментальных факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг***

Создание и апробирование математического аппарата для исследования российского рынка ценных бумаг как системы в причинно-следственной связи с комплексом влияющих на рынок фундаментальных факторов является крупной задачей, относящейся к разделам прикладной математики, используемым для анализа сложных систем. Настоящее диссертационное исследование, доказательная база которого во многом основана на статистическом анализе

нескольких десятков фондовых рынков и многолетних рядов динамики макрофинансовых показателей, призвано подготовить предметную область для дальнейших исследований, относящихся к финансовым приложениям *моделей системной динамики*,<sup>120</sup> *теории графов, фрактальной геометрии*,<sup>121</sup> способных, по осторожному прогнозу, отразить рынок ценных бумаг как сложный социально-экономический объект, находящийся под воздействием конечного множества фундаментальных факторов, определяющих состояние рынка и динамику его развития.

### ***Модель рынка ценных бумаг***

“Исходные теоретические конструкции, составляющие основания для дальнейшего процесса восхождения от абстрактного к конкретному, задают определенные теоретические модели реальности... Исходная модель... может выступать в разных формах, содержать или не содержать математическое описание, предполагать или не предполагать тот или иной момент наглядности. Но главный определяющий ее признак заключается в том, что она представляет собой некоторую четко фиксированную связь элементов, предполагает определенную структуру, отражающую внутренние, существенные отношения реальности”.<sup>122</sup> В научном обороте принято говорить о *моделях экономики*,<sup>123</sup> о *моделях рынка ценных бумаг* как о *теоретических конструкциях*, выражающих *существенные характеристики сложных объектов – социально-экономических систем*, сложившихся в результате действия долгосрочных, обладающих значительным влиянием факторов. Например, англо-американская модель фондового рынка, германская модель универсального банковского дела, “рейнский” капитализм, “протестантский капитализм”, “капитализм держателей крупных пакетов акций” и т.п.

В исследованиях обычно отличают *англо-американскую модель* рынка ценных бумаг, *германскую* (или “континентальную”) и *смешанную модели* (их

---

<sup>120</sup> См., например: Петров А.А. Математические модели экономики переходного периода. Тезисы докладов научной сессии «Проблемы прикладной математики и информатики – 2000», посвященной 90-летию академика А.А.Дородницына (6-7 декабря 2000 г.). – М.: Вычислительный центр Российской академии наук, 2000. – С.14.

<sup>121</sup> См., например: Пайтген Х.-О., Рихтер П.Х. Красота фракталов. Образы комплексных динамических систем. – М.: Мир, 1993. – 175 с.

<sup>122</sup> Материалистическая диалектика. Краткий очерк теории. – М.: Издательство политической литературы, 1985. – С.254 – 255.

<sup>123</sup> См., например: Эклунд Клас. Эффективная экономика - шведская модель. – М.: Экономика, 1991. – 348 с.

анализ во взаимосвязи с российской практикой, фактологическое подкрепление высказанных теоретических предположений будут даны в последующих главах). Существенные характеристики и связи фондового рынка как системы, отражаемые в *модели рынка*, могут быть представлены в виде схемы (рис.3).

Выявление модели рынка, которой соответствует рынок ценных бумаг конкретной страны, имеет ключевое значение для организация регулирования рынка и управления его развитием. Модель национального фондового рынка, поскольку она опирается на сложившуюся в стране структуру собственности и складывается под влиянием действующих на рынок фундаментальных факторов, выражая наиболее существенные черты рынка, носит объективный и долгосрочный характер, является по сути прогностической моделью, характеризуя рынок в том качестве, в каком он будет находиться длительное время. Попытки регулировать или развивать рынок, неправильно оценивая его модель, неизбежно должны нанести серьезный ущерб способности рынка осуществлять свою основную функцию по перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций (как это произошло в российской практике в 90-х годах).

*Рисунок 3*



## 1.2. Количественные параметры рынка как объекта исследования

### *Объем рынка*

Все рынки ценных бумаг конкурируют между собой за способность перераспределять денежные ресурсы на цели инвестиций, за торговую активность. Первая точка отсчета в исследовании проблем развития рынков – их сопоставление, сравнительный анализ способности привлекать денежные ресурсы. Цель анализа, проведенного ниже, – определить размеры и риск российского рынка ценных бумаг, насыщенность экономики России ценными бумагами, но не столько в сопоставлении с масштабными рынками «большой семерки», которые могут превосходить его по размерам в несколько десятков или даже в сотни (США) раз, а в сравнении с формирующимися рынками, в частности, с переходными рынками Центральной и Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия),<sup>124</sup> рынками, находящимися на границах России (Финляндия, Турция), с очень небольшими европейскими рынками, которые могут быть сопоставимы по объемам с российским рынком (Австрия, Бельгия, Греция, Португалия). Кроме того, важно соизмерить рынки ценных бумаг России и Китая как возможных конкурентов за капиталы иностранных инвесторов и, в итоге, оценить рыночную нишу, которую занимает на мировых финансовых рынках Россия.

**Методологический комментарий.** Лучшие *общедоступные источники* в области сравнения рынков – Emerging Market Data Base (S&P / IFC), статистика, публикуемая FIBV, BIS, MSCI, а также данные бирж.

Проблемы в *сопоставлении капитализаций* возникают, когда рынок акций в целом является неликвидным, когда большая часть акционерных капиталов сосредоточена в малоподвижных крупных пакетах и размеры свободной части капиталов – free float – невелики. В России, по оценке, 5 - 7% акционерного капитала одной компании (РАО ЕЭС) формируют более 70% оборота рынка акций.<sup>125</sup> Поэтому как бы ни была велика по статистике капитализация, ее простой подсчет еще ничего не говорит о том, какова действительная – по стоимости – ликвидная масса акций, участвующих в обращении.

Вместе с тем об объемах рынка возможно судить не только по показателям, рассчитанным «по остатку» (капитализация рынка акций, рыночная стоимость непогашенных облигаций и т.п.), но и «по обороту» (оборот по сделкам с акциями, оборот по сделкам с облигациями и т.п.). В исследовании будут широко использованы *показатели, рассчитанные «по обороту»*. У такого подхода есть своя логика. Если размеры свободной части капиталов (free float) невелики, то будет незначителен и объем сделок с ценными бумагами, оборот рынка, всё то, в чем проявляется

---

<sup>124</sup> Малые переходные экономики, формирующие крайне незначительные по объемам или незрелые рынки ценных бумаг, не рассматриваются (страны СНГ, Латвия, Литва, Эстония, Словакия, Болгария, Румыния, Хорватия, Словения, Югославия и т.п.).

<sup>125</sup> Миркин Я.М. Сверхконцентрация рыночного риска // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №2.

ся истинная природа рынка как организованного пространства для заключения сделок. Именно обороты сделок позволяют судить об истинной величине рынка акций.

Вместе с тем для сведения будут даны и оценки, основанные на капитализации рынков.

Анализ во многом основан на статистике организованных рынков (фондовых бирж). Для облигаций и других долговых обязательств этого недостаточно, так как во многих странах долговые обороты сосредоточены, в основном, на внебиржевых рынках, что важно учитывать при сопоставлениях. Соответственно, приведена и внебиржевая статистика долгового рынка.

В разделе содержится также *характеристика рынка неэмиссионных ценных бумаг* как одного из крупнейших сегментов российского рынка ценных бумаг. Прямые статистические измерения рынка векселей, складских свидетельств и залладных практически отсутствуют, поэтому в этой части анализ основан на экспертных оценках.

Для *сопоставления размеров экономик* используется *показатель ВВП*, рассчитываемый в Мировом банке по *Atlas Method* (на основе среднего курса валют за предшествующие три года) (World Development Indicators Database). Такой подход дает возможность сопоставлять ВВП по разным странам, ослабляя влияние фактора резких изменений валютных курсов (например, курса доллара США по отношению к рублю в 1998 – 1999 гг.). С этой же целью в ряде таблиц используется показатель *ВВП по паритету покупательной способности (GDP PPP)*, рассчитываемый и публикуемый в Интернете Мировым банком на основе паритетов покупательной способности (purchasing power parity), определяемых ОЭСР.

До осени 1997 г. российский рынок ценных бумаг быстро наращивал свою *операционную способность*. Постоянно увеличивалось число инвестиционных институтов, всё более заметной становилась их диверсификация (см. *табл. 1.1*), расширялся круг обращающихся ценных бумаг.

*Таблица 1.1\**

*Динамика численности инвестиционных институтов в РФ*

Показатели	Октябрь 1993 г.	Октябрь 1994 г.	Апрель 1995 г.	Апрель 1997 г.
Всего инвестиционных институтов в Российской Федерации, шт.	1023	2734	3176	5045
%	100	100	100	100
из них, %				
-финансовые брокеры	6.3	5.1	4.9	5.4
-инвестиционные консультанты	0.6	0.3	0.3	0,3
-инвестиционные компании	3.0	3.9	3.4	4.6
-инвестиционные фонды закрытого типа	1.0	0.7	0.3	0.1
-инвестиционные фонды открытого типа	0.1	0.1	0.3	0.1
-совмещающие лицензии финансового брокера и инвестиционного консультанта	62.0	51.8	50.9	50.2
-совмещающие лицензии финансового брокера и инвестиционной компании	1.8	1.2	1.5	1.2
-совмещающие лицензии инвестиционной компании и инвестиционного консультанта	1.3	1.6	1.6	1.2
-совмещающие лицензии финансового брокера, инвестиционной компании и инвестиционного консультанта	23.9	35.3	36.8	36.9

\*Показатели получены расчетным путем на основании данных Минфина РФ по состоянию на октябрь 1993 г. и 1994 г., апрель 1995 г., апрель 1996 г., апрель 1997 г.

После кризиса осени 1997 г. - лета 1998 г. рынок сохранил ключевые торговые системы, основных игроков и, соответственно, эластичность к изменению объема капиталов, проходящих через него. Операционная способность и эластичность рынка лучше всего характеризуются данными за **1995 г.** (начало разогрева рынка), **1997 г.** (пик) и **август 1998 - 1999 гг.** (резкое сокращение рынка (см. *табл. 1.2*). Были сохранены и продолжали развиваться национальные торговые системы - ММВБ и РТС, выжили крупные и успешные брокеры (см. *табл. 1.2*), устояла и была укрупнена инфраструктура российского фондового рынка (примерно 110 регистраторов, более 100 депозитариев (конец 1999 г.) и др.).

Таблица 1.2<sup>126</sup>

**Динамика ключевых показателей рынка ценных бумаг России**

Показатель	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2000 (октябрь)	2001 (декабрь)	2002 (декабрь)
Динамика рынка акций (индекс РТС), % на конец месяца, 1.09.95 = 100, значение закрытия	100 (начало сентября 1995)	572 (истор. максимум – 6.10.97)	98	189	260	359
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд. долл.*	5-8	60- 65	около 20	45-47	70-72	93 – 95
Объем торгов акциями в год, млрд. долл.**	0.2 (сент. – дек.)	16.7 – 17.0	5.7	23.5	29.0 – 29.3	48.7 – 49.0
Количество эмитентов, с акциями которых совершаются сделки, шт.*	70-80	260-300	350-400	300-350	370-400	370-400
■ котировальные листы	x	100- 120	50 – 60	30-35	30-35	30-35
■ вне котировальных листов	x	160-180	310-350	280-320	340-370	340-370
Количество брокерско - дилерских компаний (данные ФКЦБ России), на конец месяца, шт.***	3176 (апрель 1995)	5045 (апрель 1997)	1628 (июнь 1999)	924 (декабрь 2000)	618	619 (21 декабря)
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (данные Банка России), на конец месяца, шт.	2295 (декабрь 1995)	1764	1375	1320	1320 (октябрь 2001)	1331 (октябрь)
Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт.	2 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)	3 (Москва)

\* Рассчитано на основе данных Банка России, ФКЦБ России, ММВБ, РТС. Экспертная оценка капитализации по данным ММВБ, РТС, МФБ.

\*\*1995- экстраполяция данных за октябрь- декабрь 1995 г.

\*\*\*Количество брокерско – дилерских компаний, обладающих действительной лицензией на ведение брокерской деятельности на рынке ценных бумаг (определено по данным ФКЦБ России, за вычетом числа банков, обладающих брокерской лицензией).

Сохранились **основные рынки** - Москва (более 90% рынка ценных бумаг), Санкт- Петербург (2-5%), Екатеринбург (Урал), Новосибирск (Сибирь) и Казань и Нижний Новгород (Поволжье). Вместе с тем рынок был **физически разрушен** (см. *табл. 1.2*) - к ноябрю 1999 г. в регионах прекратили существова-

<sup>126</sup> Рассчитано на основе данных Банка России, ФКЦБ России, ММВБ, РТС.



ние 40- 50% профессиональных участников, в Москве и Санкт-Петербурге - 30-35%; действие 80-90% лицензий было прекращено (оценка по данным ФКЦБ России). Число участников, заключивших сделки в РТС, сократилось с 451 в октябре 1997 г. до 157 в декабре 1999 г. и 106 в декабре 2001 г., т.е. примерно в 4 раза.

В 2000-2001 гг. число участников рынка продолжало сокращаться (см. *табл. 1.2*). Спекулятивный подъем рынка и его капитализации в конце 1999 г. – начале 2000 г., летом 2000 г., в мае-июне и в ноябре-декабре 2001 г., весной 2002 г. не создал нового качества рынка. Не уменьшились риски, лежащие на нем, рынок не стал менее волатильным. Как и раньше, конъюнктура рынка акций формировалась денежными ресурсами спекулятивных инвесторов.

### *Акции*

*Обороты по сделкам с акциями.* Еще в 1993 –1994 гг. обороты российских бирж не превышали 3 – 5 млн. долл. в год.<sup>127</sup> Создание РТС, организация рынков ММВБ и МФБ (1997 г.) и спекулятивный разогрев рынка в 1996 - 1997 гг. привели к тому, что уже в 1997 г. объем торговли акциями в России превышал обороты основных рынков Центральной и Восточной Европы (биржи в Варшаве, Будапеште, Вене и Праге) (см. *табл. 1.3*).

В 1998 – 1999 гг. емкость российского рынка резко снизилась, хотя биржи – конкуренты в Центральной и Восточной Европе смогли удержать или даже нарастить (Варшава) свои обороты. В эти годы все они были крупнее ММВБ и РТС (см. *табл. 1.3*). Год 2000-й изменил ситуацию – только на бирже в Варшаве объем сделок с акциями был выше, чем на ММВБ. Быстрый рост оборотов по акциям РАО ЕЭС, как будет показано ниже, создал на ММВБ в 2000 г. рынок акций, имеющий бóльшие обороты, чем рынки в Будапеште, Вене и Праге.

В 2001 - 2002 гг. ситуация продолжала изменяться в пользу российского рынка. Темпы роста сделок на ММВБ при сокращении оборотов на рынках Центральной и Восточной Европы привели к тому, что российский рынок акций стал превосходить рынки Австрии, Венгрии, Польши, Чехии вместе взятые.

---

<sup>127</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 18. Исключение составляла Центральная республиканская биржа с оборотами, достигавшими 50 – 60 млн. долл. в год.



Таким образом, один из *итогов* развития фондового рынка в России в 90-е годы - создание *торговых систем, более крупных по размеру, чем биржи на-иболе “рыночных” стран Центральной и Восточной Европы*, на которые ориентируются иностранные инвесторы и которые станут в будущем или уже стали (Австрия) членами Европейского Союза. Вместе с тем эта ситуация неустойчива (см. данные *табл. 1.3* за 1995 – 1999 гг.). Рынки акций *стран Центральной и Восточной Европы сопоставимы с российским рынком акций* и должны рассматриваться как его *конкуренты*. Сопоставимы и экономики этих регионов. МВФ (сентябрь 2002 г.) оценивал ВВП России в 2001 г. в 310.0 млрд. долл., совокупный ВВП Австрии, Венгрии, Польши и Чехии – в 473.5 млрд. долл.<sup>128</sup>

Имея обороты, по оценке, в 40 - 41 млрд. долл. в 2002 г., *российский рынок акций стал сравним с биржами небольших европейских стран*, при этом имеет *значительный потенциал роста*. Размеры рынка акций (*табл. 1.3*) в Финляндии в 2002 г. многократно (в 3.9 раз) превосходят российский рынок акций, в Турции – в 1.6 раза (хотя разрыв в сравнении с 1999 - 2001 гг. быстро сокращается).

*Таблица 1.3\**

**Сравнительный анализ оборотов по сделкам с акциями на российском и иностранных рынках - конкурентах**

Рынки	Оборот по сделкам с акциями, млрд. долл.							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ММВБ	х	Х	0.98	1.5	3.0	17.0	24.47	36.0 (оценка)
РТС	0.2	3.5	15.66	9.3	2.4	5.8	4.45	4.7 (оценка)
МФБ	х	Х	н / д	0.9	0.5	0.7	0.15 (оценка)	0.3 (оценка)
Итого по России**	0.2	3.5	16.64	11.7	5.9	23.5	29.07	41.0
Смежные иностранные рынки (сделки с акциями резидентов)								
Финляндия (Хельсинки)	19.2	22.0	36.3	61.1	109.9	208.3	180.1	159.8***
Турция (Стамбул)	50.9	36.2	56.1	68.5	81.1	179.0	78.3	64.9***
Польша (Варшава)	2.8	5.5	8.0	8.9	11.1	19.3	9.9	7.1***
Венгрия (Будапешт)	0.3	1.5	7.0	16.1	13.5	12.1	4.8	5.2***
Австрия (Вена)	13.4	10.7	12.7	18.7	12.7	9.6	7.3	5.6***
Чехия (Прага)	3.0	6.8	6.3	5.2	4.7	6.7	3.4	6.0***

\* Рассчитано по данным ММВБ, РТС («классический рынок»), Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, FIBV Annual Reports 1995 – 2000, WFE Statistics 2001, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте [www.fese.org](http://www.fese.org)), Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. Сравнительный анализ сделан по биржам, ведущим учет по системе TSV.

\*\*Обороты прочих фондовых бирж, в том числе Санкт-Петербургских бирж, пока незначительны (по оценке, до 1-2%) и здесь не учитываются. Данные за 1995 – 1996 гг. приводятся только по РТС (на МФБ первые торги прошли в июле 1997 г., ММВБ начала торговлю акциями в 1997 г.).

\*\*\*Обороты за одиннадцать месяцев 2002 г., опубликованным в Интернете World Federation of Exchanges (текущая статистика на сайте [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)). Данные по Чехии приводятся по данным Prague Stock Exchange ([www.pse.cz](http://www.pse.cz)).

<sup>128</sup> Рассчитано на основе данных IMF World Economic Outlook Database (September 2002).

Хотя обороты бирж в Афинах, Брюсселе, Лиссабоне резко снизились в 2001 - 2002 гг. (см. *табл. 1.4*), очевидно, что эти биржи сопоставимы с российскими рынками акций, хотя и после кризисов 90-х годов и шоковых девальваций рубля Россия по размерам экономики в 2–3 раза превосходит соответствующие страны.

*Прогнозируемое место в международной иерархии рынков акций* (с позиций стоимостного объема рынка). Если исходить из того, что *оборот* организованного российского рынка акций будет составлять в ближайшие годы **40 - 45 млрд. долл.**, то, опираясь на данные Всемирной федерации бирж, можно прогнозировать следующее место России в мировой иерархии фондовых рынков (см. *табл. 1.5*).

Таким образом, прогнозируется, что в ближайшие годы, если не произойдет качественных изменений, Россия будет занимать **28-30-е место в мире по величине рынка акций** (оборот рынка).

*Таблица 1.4\**

**Сопоставление размеров экономик и рынков ценных бумаг по РФ и ряду стран Европы, млрд. долл.**

Страна	Прогноз ВВП за 2002 г.	Оборот по сделкам с акциями			
		1999 г.	2000 г.	2001	11 месяцев 2002 г.
Португалия	119.9	40	55	28	н/д
Греция	131.6	184	92	38	21.3
Финляндия	127.9	110	208	180	160
Турция	175.9	81	179	78	65
Бельгия	246.9	53	38	н/д	н/д
Россия	345.4	6	23	29	41 (2001 г.)

\*Округлено до целых чисел. Рассчитано по данным FIBV Annual Report 2000, WFE Annual Report 2001, IMF World Economic Outlook Database (September 2002). Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо развитые рынки небольших европейских стран, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком. Оборот бирж за 11 месяцев 2002 г. рассчитан по данным за одиннадцать месяцев 2002 г., опубликованным WFE в Интернете.

*Таблица 1.5\**

**Место России в мировой иерархии фондовых рынков (по показателю оборотов по сделкам с акциями)**

	Рынки акций (по данным за 1999 – 2002 гг.)		Число рынков	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитых	Формирующихся
Рынки акций, обороты которых превосходят российский рынок акций	Австралия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Сингапур, США, Сянган (Гонконг), Финляндия, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Бразилия, Бермуды, Индия, Китай, Корея, Мексика, Тайвань, Турция, Южная Африка	18	9
<b>Российский рынок акций (оборот - 40-45 млрд. долл.)</b>				

Рынки акций, обороты которых меньше российского рынка акций	Австрия, Ирландия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия, Португалия	Азербайджан, Аргентина, Армения, Бангладеш, Барбадос, Бахрейн, Болгария, Ботсвана, Венгрия, Венесуэла, Гана, Греция, Египет, Зимбабве, Израиль, Индонезия, Иордания, Иран, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста – Рика, Кувейт, Ливан, Латвия, Литва, Маврикий, Малайзия, Намибия, Нигерия, Пакистан, Панама, Парагвай, Польша, Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Таиланд,** Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чехия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	7	51
---	---	--	---	----

\* Рассчитано по данным FIBV Annual Report 1999, статистике World Federation of Exchanges за 2000 – 2002 гг., статистике Federation of European Stock Exchanges. В расчет приняты только организованные рынки, учет оборотов по которым ведется по системе TSV или которые даже по самым жестким оценкам превосходят по объему российский рынок акций. Кроме того, использованы данные Federation of European Stock Exchanges о сделках, которые проходят через электронную книгу лимитных ордеров (закрываются централизованно, через торговую систему, в режиме TSV). Оценки распределения рынков являются только прогнозными, учитывая масштабные изменения в динамике отдельных рынков, которые происходят ежегодно.

\*\*Сопоставимы по размерам с российским рынком акций и при ускоренной динамике способны в 2002 – 2003 гг. превзойти его обороты.

**Капитализация рынка акций.** С 1995 по 1997 гг. капитализация российского рынка акций выросла в 5 - 8 раз (в зависимости от источника данных, см. *табл. 1.6*), с тем, чтобы в 1998 г. вернуться на уровень, который соответствовал началу существования рынка. В 1999 – 2002 гг. произошел новый, с высокими колебаниями рост капитализации рынка (примерно в 4 - 5 раз). Уже указывалось на условность показателя капитализации (более 90% объема рынка создается несколькими акциями, хотя капитализация рассчитывается по нескольким сотням эмитентов). Вместе с тем данные *табл. 1.6* подтверждают **выводы**, сделанные выше при анализе оборотов по акциям (сопоставимость по размерам российского рынка с взятыми в совокупности рынками Центральной и Восточной Европы, прежде всего, с Австрией, Венгрией, Польшей и Чехией, неустойчивость ситуации (2001 - 2002 гг. были крайне неудачными для большинства зарубежных рынков), несравнимость по величине с таким смежным рынком, как Финляндия, возможность конкурировать с Турцией за объемы привлеченных в акции денежных ресурсов, место в третьем десятке рынков мира по размерам капитализации).

*Таблица 1.6\**

**Сравнительная характеристика капитализации российского и иностранных рынков акций - конкурентов**

Рынки	Капитализация рынка акций, на конец периода, млрд. долл.							
	1995	1996	1997	1998	1999 (октябрь)	2000	2001	2002
Капитализация рынка акций РТС	14.0	36.0	72.0	11.0	20.0	34.5	69.3	93 - 95
Капитализация российского рынка акций по данным S&P/IFC	15.9	37.2	128.2	20.6	41.4	38.9	н/д	н/д
<b>Смежные иностранные рынки</b>								
Финляндия (Хельсинки)	44.1	63.1	73.3	154.8	349.4 (декабрь)	293.6	190.5	164.2**
Турция (Стамбул)	20.8	30.0	61.1	33.6	56.0	69.7	47.1	46.8**

Польша (Варшава)	4.6	8.4	12.1	20.5	21.7	31.4	26.2	27.8**
Венгрия (Будапешт)	2.4	5.3	15.0	13.8	14.1	11.9	10.3	12.7**
Австрия (Вена)	32.5	34.0	35.7	35.8	33.0 (де-кабрь)	29.9	25.2	30.9**
Чехия (Прага)	15.7	18.1	12.8	10.4	12.0	9.7	8.9	15.9

\*Рассчитано по данным IFC Emerging Markets Factbook 1995 – 1999, S&P/IFC Emerging Markets Review November 1999, PTC, FIBV Annual Reports 1999, 2000, за 2001 г. – PTC, World Federation of Exchanges, Prague Stock Exchange. Расчет – по акциям эмитентов – резидентов.

\*\*Оценка на конец ноября 2002 г. (за исключением Чехии, по которой оценка сделана на конец декабря 2002 г. по данным Prague Stock Exchange).

### ***Внебиржевой оборот акций***

По оценкам профессиональных участников рынка, ***внебиржевой оборот*** (прямые сделки брокеров – дилеров, минуя торговые площадки) составляет ***35 - 40% российского рынка акций*** (как биржевого, так и внебиржевого), или 55-65% биржевого рынка (2000 г.). В прошлом роль внебиржевых операций была значительно выше. По данным ФКЦБ России (1998 г.) более 80% сделок было совершено вне организованного рынка ценных бумаг.<sup>129</sup>

### ***Долговые ценные бумаги: внутренний рынок***

В 90-е годы проявился ***долговой характер фондового рынка*** в России. За десять лет было заново, после 60-летнего перерыва, воссоздано всё разнообразие долговых финансовых инструментов, присущее современным фондовым рынкам. Особая диверсификация была присуща ***государственным ценным бумагам***, размещаемым на внутреннем рынке. Наряду с наиболее известными - ГКО – ОФЗ и внутренним сберегательным займом - Минфином выпускались государственные целевые товарные обязательства (облигации и чеки с товарным погашением), векселя Минфина (в замещение просроченных долгов хозяйства банкам), казначейские обязательства, золотые сертификаты, выигрышные облигационные займы для населения, агрооблигации (в замещение просроченных долгов регионов), облигации нерыночных займов, внутренние валютные облигации (в замещение просроченных долгов Внешэкономбанка) и др. К 2000 г. в обращении продолжали находиться, хотя и в небольших количествах, сертификаты Сберегательного банка СССР, выпущенные до 1992 г.

<sup>129</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 28.

До запрещения в 1997 г. широкое распространение имели векселя, по которым обязательства несли регионы. Масштабным был рынок облигаций субъектов РФ и муниципальных образований, имеющий следующие параметры:

Показатели*	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Облигации субъектов РФ						
Количество зарегистрированных выпусков	249	59	10	14	22	39
Количество субъектов РФ - эмитентов	70	23	6	8	11	18
Облигации муниципальных образований						
Количество зарегистрированных выпусков	33	24	15	11	4	6
Количество муниципальных образований – эмитентов	15	10	7	4	3	5

\*Расчет на основе данных Минфина РФ

Особняком стоят **облигации Банка России**, не включаемые во внутренний государственный долг, которые могут выпускаться им в целях реализации денежно–кредитной политики (абсорбирование излишней ликвидности банков) и размещаться только среди кредитных организаций. Эти бумаги эмитировались в небольших суммах в 1999 г., отсутствовали в обращении к концу 2000 г.

Всё это, наряду с отсутствием подробной статистики долгового рынка, делает задачу измерения объема рынка сложной, множественной с точки зрения используемых источников данных. Так же, как и в отношении рынка акций, количественная оценка рынка будет дана с позиций его оборотов (объем сделок с долговыми инструментами), и по остатку (стоимостная величина массы непогашенных долговых ценных бумаг, находящихся в обращении).

**Оборот по сделкам с облигациями на внутреннем рынке.** Сравнительный анализ облигационных рынков приведен в *табл. 1.7*. В частности, из нее следует, что несмотря на резкое сужение объема оборота ММВБ в 1998 – 2001 гг., связанное с кризисом рынка государственных ценных бумаг, в России удалось создать биржевой облигационный рынок – самый крупный среди рынков Центральной и Восточной Европы в 1995 –1998 гг., а также среди ряда других европейских рынков. Только оборот Стамбульской фондовой биржи в 1999 – 2000 гг. был сопоставим с оборотом ММВБ в 1996 –1997 гг.

*Таблица 1.7\**

**Сравнительный анализ биржевых оборотов по долговым ценным бумагам российского и иностранных рынков**

Инструменты и рынки	Биржевой оборот по облигациям и долговым обязательствам государства (вторичные торги), млрд. долл.									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002***
Россия, ММВБ										
ГКО –ОФЗ	0.1	5.0	35.7	130.1	151.6	52.8	4.3	7.1	3.8	4.5
Облигации Банка России	-	-	-	-	-	-	0.3	-	-	-

Облигации субъектов РФ	-	-	-	-	0.1	0.03	0.0	0.01	0.2	0.2
Агрооблигации	-	-	-	-	0.5	0.06	0.0	-	-	-
Корпоративные облигации	-	-	-	0.2	0.2	0.1	0.03	0.2	0.7	4.0
Итого	0.1	5.0	35.7	130.3	152.4	53.0	4.6	7.21	4.7	8.7
Смежные иностранные рынки**										
Финляндия (Хельсинки)	10.4	0.4	0.2	0.1	0.1	0.07	0.05	0.01	0.02	0.01
Австрия (Вена)	0.6	0.6	0.9	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3	0.17	0.3
Польша (Варшава)	0.1	0.5	4.0	3.0	2.0	1.2	0.6	0.5	0.6	0.5
Чехия (Прага)	0.1	0.7	2.6	5.2	12.5	22.9	28.5	25.5	48.9	50.0 (оценка)
Венгрия (Будапешт)	0.7	0.5	0.3	1.0	4.9	11.2	12.9	2.4	0.7	0.8
Турция (Стамбул)	10.9	8.7	15.7	32.3	35.1	67.5	82.2	263.8	31.8	138.6
Прочие европейские рынки**										
Португалия (Лиссабон)	13.6	18.9	14.4	14.6	12.9	6.9	3.8	2.5	1.5	н/д
Греция (Афины)	35.2	20.7	0.01	0.01	0.1	0.4	0.01	0.02	0.02	0/01
Бельгия (Брюссель)	1.8	0.1	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.4	н/д	н/д

\*Рассчитано по данным ММВБ, FIBV Annual Reports 1995 – 2000, WFE Annual Report 2001, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте [www.fese.org](http://www.fese.org)), Prague Stock Exchange. Здесь и далее сравнительный анализ делается только по биржам, учитывающим обороты по системе TSV.

\*\*Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

\*\*\*По российскому рынку – оценка по данным за одиннадцать месяцев 2002 г. (источник – ММВБ). По иностранным рынкам - рассчитано по данным за 11 месяцев 2002 г., опубликованным WFE (Всемирной федерацией бирж), Пражской фондовой биржей (Prague Stock Exchange ([www.pse.cz](http://www.pse.cz))). в Интернете.

После кризиса 1998 г. оборот на биржах Турции и Чехии стал в значительной мере превосходить оборот облигаций на российском рынке.

Как уже указывалось, анализ оборота по сделкам с облигациями только отчасти характеризует объем облигационных рынков (на многих рынках значительная часть сделок с облигациями находится во внебиржевом обороте). Часто, как ранее в Москве (ММВБ), в Стамбуле, Будапеште и в Варшаве биржевые рынки облигаций – это, прежде всего, площадки для торговли государственными долговыми обязательствами.

В этой связи попытка оценить *место российского рынка облигаций в иерархии мировых облигационных рынков*, основываясь на данных об объеме сделок с облигациями на биржах, была бы неправомерной. Вместе с тем сравнительный анализ показателей ММВБ, на которой концентрируется подавляющая часть российских облигаций, и других бирж мира может быть значащим для оценки операционной способности и емкости рынка ММВБ.

Если исходить из того, что в ближайшие годы *оборот по облигациям* на ММВБ составит **10 – 15 млрд. долл.**, то соотношение ММВБ как основного рынка облигаций в России с другими облигационными биржами можно прогнозировать следующим образом (*табл. 1.8*).

Таблица 1.8\*

**Место России в мировой иерархии фондовых рынков  
(по показателю биржевого оборота по сделкам с облигациями)**

	Рынки облигаций (по данным за 1999 – 2000 гг.)	Число рынков
--	--	--------------

	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Разви- тых	Формиру- Ющихся
Биржевые рынки облигаций, оборот которых превосходит оборот российского рынка облигаций	Великобритания, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Франция, Швеция, Швейцария, Япония	Аргентина, Израиль, Индия, Китай, Корея, Мексика, Турция, Чехия, Южная Африка	14	11
<b>Российский рынок облигаций (10 – 15 млрд. долл.)</b>				
Биржевые рынки облигаций, оборот которых меньше оборота российского рынка облигаций	Австралия, Австрия, Бельгия, Исландия, Люксембург, Мальта, Новая Зеландия, Португалия, Сингапур, Сянган (Гонконг), Финляндия	Азербайджан, Армения, Барбадос, Бахрейн, Бермуды, Болгария, Ботсвана, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Греция, Зимбабве, Иордания, Казахстан, Кения, Кипр, Киргизия, Колумбия, Коста-Рика, Латвия, Литва, Малайзия, Маврикий, Намибия, Нигерия, Панама, Парагвай, Польша, Перу, Румыния, Свазиленд, Словакия, Словения, Тайвань, Тунис, Украина, Филиппины, Хорватия, Чили, Эстония, Югославия, Ямайка	11	43
Биржевые рынки, на которых не ведется торговля облигациями		Бангладеш, Египет, Иран, Индонезия, Кувейт, Ливан, Пакистан, Таиланд**	-	8

\*Расчитано по данным FIBV Annual Report 1999. В расчет приняты только организованные рынки, учет оборота по которым ведется по системе TSV или которые даже по самым жестким расчетам превосходят российский рынок облигаций.

\*\*На исламских финансовых рынках обычно отсутствуют операции с облигациями или они очень невелики, так как исламом запрещено взимание процента («исламские финансы»).

Соответственно, можно ожидать, что биржевой облигационный рынок России будет занимать по оборотам **26-28-е место в мире** (что, примерно, соответствует положению страны на рынке акций).

**Объем рынка, оцененный по стоимости долговых ценных бумаг.** По данным BIS около 90% долговой массы составляют облигации и казначейские векселя, около 80% - облигации. Сопоставление данных о **внутренней массе долговых ценных бумаг** в отдельных странах, публикуемых **BIS**, проведено в **табл. 1.9**. Там же содержатся **данные о стоимостных размерах массы долговых ценных бумаг**, рассчитанные (или полученные исходя из экспертной оценки) на основе **внутренних источников информации**, публикуемых Минфином РФ, Банком России и крупнейшими эмитентами ценных бумаг. Из **сравнения** с данными **BIS (табл. 1.9)** следует, что последний, даже без учета векселей, находящихся в обращении внутри России, занижает свои оценки массы долговых ценных бумаг **в 1.3 – 3.5 раза**.

Так же, как и на рынках акций, в России к 1998 г. был создан внутренний рынок долговых ценных бумаг, превосходящий по объемам соответствующие рынки переходных экономик Центральной и Восточной Европы (крупнейшие из них – Чехия, Польша, Венгрия) (см. **табл. 1.9**). Этот рынок был сопоставим или даже крупнее, чем аналогичные рынки Португалии, Финляндии, Греции, уступая по размерам только долговым рынкам Австрии и Бельгии, экономика которых финансируется преимущественно через долговые инструменты.



Динамика этого рынка была схожа с тем, что происходило на рынке акций (см. *табл. 1.6, 1.9*) – в 1994 – 1997 гг. быстрый рост – более чем в 10 раз, затем шоковое сокращение.

В 1999 – 2001 гг. в результате девальвации рубля, реструктуризации внутреннего государственного долга и займов регионов объем внутренней долговой массы снизился (в долларовом эквиваленте) более чем в 3 раза (см. *табл. 1.9*). Долговые рынки Чехии и Польши стали на 40-60% крупнее, рынки Греции, Португалии, Турции и Финляндии – в 2 - 4 раза больше, чем российский рынок долговых ценных бумаг (без учета векселей).

*Таблица 1.9\**

**Сравнительная характеристика российского и иностранных долговых рынков  
(по объему непогашенных долговых обязательств на внутреннем рынке)**

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец периода, млрд. долл.							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (октябрь)
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Россия (внутренние источники информации)</b>								
По данным внутренних источников, всего**	6.4	26.0	53.2	85.8	27.4	21.8	21.8	22.1
Долговые обязательства Правительства РФ, в т.ч.	6.2	24.5	50.8	82.1	26.4	20.8	19.9	19.1
-ГКО – ОФЗ	3.0	16.5	43.3	73.2	23.8	19.3	18.6	17.6 (оценка)
-облигации государственного сберегательного займа	х	0.6 (оценка)	0.7 (оценка)	2.2	0.7	0.2	0.1	1.5 (оценка)
-облигации государственных нерыночных займов	х	х	н/д	0.3	0.1	0.1	0.1	
-векселя Минфина РФ, в которые переоформлены долги АПК и промышленности	1.5	6.1	5.7 (оценка)	5.4	1.5	1.0	1.0	
-прочие государственные ценные бумаги	1.7 (оценка)	1.3 (оценка)	1.1 (оценка)	1.0	0.3	0.2	0.1	
Долговые обязательства субъектов РФ и муниципальных образований (кроме векселей)	-	1.0 (оценка)	1.4 (оценка)	2.2 (оценка)	0.7 (оценка)	0.5	0.6 (оценка)	1.0 (оценка)
Корпоративные облигации нефинансовых предприятий, включая облигации РАО ВСМ	0.1 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.3 (оценка)	0.1 (оценка)	0.2 (оценка)	0.5 (оценка)	1.0 (оценка)
Депозитные и сберегательные сертификаты, облигации банков	0.1	0.4 (оценка)	0.8 (оценка)	1.2	0.2	0.3	0.8	1.0
<b>Россия (внешние источники информации)</b>								
По данным BIS***	н/д	н/д	н/д	64.6	7.7	9.0	8.8 (сентябрь)	6.7 (июнь)
<b>Смежные иностранные рынки****</b>								
Финляндия	78.8	86.0	84.1	74.9	86.9	77.6	72.1 (сентябрь)	64.4 (декабрь)
Австрия	123.5	147.1	144.7	136.8	151.7	149.7	140.9 (сентябрь)	149.7 (декабрь)
Польша	н/д	-	-	25.0	29.0	27.3	30.5 (сентябрь)	44.2 (декабрь)
Чехия	н/д	12.1	12.3	12.5	22.4	25.0	20.9 (сентябрь)	25.7 (декабрь)
Венгрия	н/д	12.0	15.2	13.8	15.6	16.3	14.9 (сентябрь)	19.3 (декабрь)
Турция	16.4	21.4	26.5	29.7	37.5	43.0	47.5 (сентябрь)	84.7 (декабрь)
<b>Прочие европейские рынки****</b>								
Португалия	49.9	60.7	64.2	55.9	63.9	61.5	59.0 (сентябрь)	67.3 (декабрь)



Греция	73.4	86.7	100.5	94.8	100.5	89.8	85.1 (сентябрь)	91.5 (декабрь)
Бельгия	369.8	426.9	407.3	354.0	379.8	342.6	301.4 (сентябрь)	313.9 (декабрь)

\*Данные на конец года. Рассчитано по информации ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных в Интернете.

\*\*Оценка по курсу рубля к доллару США на конец периода, публикуемому International Financial Statistics. Показатели по ГКО – ОФЗ за 1994 – 1998 гг. рассчитаны по данным Счетной палаты РФ в открытом отчете по результатам ревизии финансово – хозяйственной деятельности Минфина РФ и Центрального банка РФ на первичном и вторичном рынках ГКО и ОФЗ за 1993 – 1998 гг. (январь 2000 г.). Оценки показателей за 1994 – 1997 гг. осуществлялись с использованием годовых отчетов Банка России, нормативных актов, определяющих параметры эмиссии отдельных видов государственных ценных бумаг. Данные за 1999 г. о государственных ценных бумагах – по отчету о предварительных итогах исполнения федерального бюджета РФ за 1999 год (сайт Минфина РФ в Интернете), об обязательствах регионов – по отчету об итогах исполнения федерального бюджета в 1999 г. и задачах органов финансовой системы на 2000 г., а также расчетов Е.Р.Бессмертной в диссертационном исследовании, посвященном проблемам развития рынка ценных бумаг. Кроме того, для оценки отдельных показателей использовались данные о структуре внутреннего государственного долга, данные в “Основных направлениях единой государственной денежно – кредитной политики” (на 1999, 2000, 2001 гг.), годовых отчетах Банка России за 1999-2000 гг., «Бюллетенях фондового рынка», выпускаемых Банком России, данные о долге центрального правительства, субъектов РФ и задолженности муниципальных образований, публикуемые Минфином РФ. Необходимо учитывать, что в 2000 – 2001 гг. более 60% ГКО-ОФЗ находилось на балансе Банка России в форме не обращающихся на рынке ОФЗ. Оценка рыночной стоимости корпоративных облигаций – по данным ММВБ, опубликованным в Интернете (за 1999 – 2000 гг. размещено облигаций корпоративных эмитентов на сумму примерно 1.1 млрд. долл., за 1999 – 2001 гг. – примерно 2 млрд. долл.), материалам проспектов эмиссий, включая РАО ВСМ, по книге Миркина Я.М. “Ценные бумаги и фондовый рынок” (Москва, Перспектива, 1995, С. 20). Оценка массы банковских ценных бумаг производилась по “Бюллетеню банковской статистики” (1998 – 2001 гг.). Внутренний государственный валютный заем не включен в таблицу, так как после кризиса августа 1998 г. он учитывается в составе внешнего долга.

\*\*\*BIS не учитывает по России корпоративные облигации и векселя, при подсчете величины ГКО-ОФЗ не принимаются во внимание не обращающиеся на рынке ОФЗ, находящиеся на балансе Банка России (оценка по результатам дискуссии в BIS летом 2001 г.).

\*\*\*\* Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

**Объем внутреннего рынка неэмиссионных ценных бумаг.** Масштабный рыночный сегмент составляли с 1994 г. векселя. Закладные в 90-е годы де-факто не выпускались, долговая масса складских свидетельств, по оценке Ф.А.Гудкова (Ассоциация участников вексельного рынка), не превышала 0.3-0.5 млрд. долл.

Еще осенью 1994 г. объем непогашенных векселей, находящихся в обращении, по оценке, был не выше 0.1 – 0.3 млрд. долл.<sup>130</sup> Данные о стоимостных размерах вексельного рынка на конец 2000 г. содержатся в **табл. 1.10**.

В соответствии с данными Госкомстата о социально-экономическом положении России на конец октября 2001г. в обращении участвовали векселя предприятий, обеспечивающие задолженность покупателей на сумму 50.4 млрд. рублей, задолженность поставщикам - на 162.6 млрд. рублей. В вексельной форме находилось 7.4% всей задолженности поставщикам (на конец октября 2000г. – 7.8%) и 2.4% задолженности покупателей (соответственно, 2.5%).

**Таблица 1.10\***

**Динамика показателей вексельного рынка России**

Показатель	Объем векселей непогашенных, находящихся во внутреннем обращении, на конец периода, млрд. долл.						
	1996	1997	1998	1999	2000 (октябрь)	2001 (сентябрь)	2002 (сентябрь)
Всего векселей (оценка), в т.ч.	11.8	17.4	6.4	7.8	11.9	15.2	18.5
-выданы нефинансовыми предприятиями и субъектами (оценка)	6.4	10.8	4.2	3.8	6.6	7.1	8.8
-из них учтены банками	3.2	5.4	2.1	1.9	3.3	3.8	4.4
-выданы банками	5.4	6.6	2.2	4.0	5.3	7.6	9.7

<sup>130</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. - С. 248.

\*Таблица рассчитана по данным «Бюллетеня банковской статистики» Банка России (1998 – 2002 гг.), статистических сборников «Социально-экономическое положение России» Российского статистического агентства (1999 – 2000 гг.). Стоимостная величина векселей дана в балансовой оценке, пересчитанной в доллары США по валютному курсу рубля на конец периода. Вексельные показатели банков очищены от двойного счета (векселя банков, учтенные другими банками), а также от учтенных векселей нерезидентов с валютным номиналом. Объем векселей, выданных нефинансовыми предприятиями и учитываемых на балансах других нефинансовых предприятий, принимался, по оценке, примерно равным объему векселей, учтенных банками. Например, на 1.08.99 векселя в составе дебиторской задолженности предприятий составляли 63.1 млрд. руб. (данные Росстатагентства), а учтенные банками векселя по дебетовой стороне своих балансов (очищенный показатель) были равны 62.9 млрд. руб. (по данным Банка России). Объем выданных векселей в нефинансовом секторе оценивался как сумма векселей, учтенных банками, и векселей, находящихся в составе дебиторской задолженности предприятий.

Как и другие долговые ценные бумаги, объем рынка векселей в 1995 – 1997 гг. *многократно вырос*, почти от нулевых значений рынка в 1994 г. Дальнейшая динамика была схожа с движением других сегментов фондового рынка – *падение долларового эквивалента вексельной массы* к концу 1998 г. *в 2.7 раза* в сравнении с концом 1997 г. (см. *табл. 1.10*) и дальнейшее постепенное *восстановление* стоимостного объема векселей, находящихся в обращении, почти в 2.9 раза в сентябре 2002 г. по сравнению с концом 1998 г.

### *Долговые ценные бумаги российских эмитентов: внешний рынок*

90-е годы стали периодом экспансии российских эмитентов на внешний рынок: еврооблигации, выпущенные от имени РФ, субъектов РФ и муниципальных образований, корпоративные еврооблигации, первые выпуски коммерческих бумаг, номинированных в иностранной валюте и предназначенных для нерезидентов, долговые обязательства, сформированные в результате реструктуризации долгов бывшего СССР Лондонскому клубу кредиторов (PRIN's (Principal Notes) и IAN's (Interest Accrued Notes), облигации внутреннего валютного займа, которые после кризиса 1998 г. стали учитываться в составе внешнего долга, и др.

Уровень секьюритизации государственного внешнего долга, хотя и ниже, чем внутреннего, но, тем не менее, достаточно высок. По данным Минфина РФ (на 1 октября 2000 г.), доля ценных бумаг в структуре внутреннего государственного долга составляет 99%, внешнего государственного долга – 37.3%.

Данные об объеме внешних заимствований в форме ценных бумаг, в разрезе отдельных стран, публикуемые *BIS*, приведены в *табл. 1.11*. При этом необходимо указать на очень значительные несовпадения статистики внешнего долга, ведущейся Минфином РФ и *BIS*. Так, по данным Минфина РФ, государственный внешний долг в форме еврооблигаций составлял на конец 2000 г. 36.4 млрд. долл., облигаций внутреннего валютного займа – 10.8 млрд. долл. На 1

июля 2001 г. эти показатели были равны, соответственно, 36.2 млрд. долл. и 10.8 млрд. долл. Оценка BIS на конец 2000 г. задолженности расширенного правительства в форме ценных бумаг – 16.3 млрд. долл., из них облигации – 16.3 млрд. долл. (очевидно не включая облигации внутреннего валютного займа). Даже при исключении из состава внешнего долга ОВВЗ различия между показателями являются значительными.

Анализ *табл. 1.11* позволяет сделать следующие выводы: по данным BIS масса российских ценных бумаг, обращающихся за рубежом, выросла с 1994 по 1998 гг. в 11.3 раза. Так же, как и на внутреннем рынке долговых обязательств и акций, в эти годы был фактически заново, после перерыва в десятки лет, воссоздан российский сегмент на международных рынках. После 1998 г. объем этого сегмента стабилизировался.

При этом с конца 90-х годов объем рынка внешних долговых обязательств, выпущенных российскими эмитентами, превышал объем рынков всех стран Центральной и Восточной Европы, и был сопоставим с размером рынка внешних заимствований (в форме ценных бумаг) Турции. Аналогичные рынки Австрии, Бельгии, Греции, Португалии и Финляндии были значительно объемнее российского сегмента международного рынка ценных бумаг.

*Таблица 1.11\**

**Сравнительная характеристика российского и иностранных долговых рынков  
(по объему непогашенных долговых обязательств на внешнем рынке)**

Инструменты и рынки	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, млрд. долл.								
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 (сентябрь)	2002 (сентябрь)
<b>Россия**</b>									
Всего, в т.ч.	1.8	1.2	1.6	9.6	20.4	19.3	17.7	17.2	18.9
-расширенное правительство	-	0.1	1.4	6.3	17.4	16.8	16.3	15.9	16.0
-финансовые институты	1.8	1.1	0.2	2.1	1.5	1.0	1.2	1.3	1.7
-корпоративные эмитенты	-	-	-	1.2	1.5	1.5	0.2	0.0	1.2
<b>Смежные иностранные рынки***</b>									
Финляндия	58.7	58.1	55.1	47.7	42.9	40.6	41.2	40.1	47.7
Австрия	54.5	64.5	65.3	65.1	73.6	78.4	84.9	89.6	114.8
Польша	-	0.3	0.6	2.1	3.4	4.8	5.2	6.7	10.0
Чехия**	1.9	1.5	2.1	2.3	2.2	2.0	0.7 (июнь)	н/д	н/д
Венгрия	13.8	15.9	13.5	11.5	12.4	12.7	10.5	11.3	9.9
Турция	12.0	12.6	12.8	14.1	14.6	18.2	22.7	22.1	23.3
<b>Прочие европейские рынки***</b>									
Португалия	7.9	11.3	12.6	14.3	16.8	23.8	33.7	42.1	63.2
Греция	18.1	19.3	21.2	21.0	24.9	25.8	27.6	31.7	47.0
Бельгия	34.3	45.2	52.3	51.1	47.9	67.0	118.0	128.9	173.8

\*Данные на конец года. Рассчитано по информации ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных банком в Интернете.

\*\*Данные за 1994 –1997 гг. приведены в целом по республикам бывшего СССР (в итоге вся задолженность была сосредоточена в России), а также в целом по бывшей Чехословакии.

\*\*\*Выбраны либо лежащие у границ России рынки, не относящиеся к переходным экономикам, либо рынки небольших европейских стран, также не являющиеся переходными, которые могут быть сопоставимы по размерам с российским рынком.

### ***Рынки - конкуренты***

Анализ взаимосвязи рынков (*табл. 1.12*) показывает, что **динамика десяти рынков стран Центральной и Восточной Европы противоположна динамике российского фондового рынка**. Они являются его **прямыми конкурентами**. В 1994 – 1996 гг. развитие этих рынков акций шло параллельно. С середины 1996 г. и в 1997 г. российский фондовый рынок стал постепенно переключать на себя те денежные ресурсы, которые ранее направлялись в другие страны Центральной и Восточной Европы. Его доля выросла до 0.6% оборота формирующихся рынков при падении региональной доли до 1%.

*Таблица 1.12\**

#### ***Место России и стран Центральной и Восточной Европы на формирующихся рынках***

Страны	Доля России и рынков Центральной и Восточной Европы в оборотах по сделкам на формирующихся биржевых рынках, %					
	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (октябрь)
Всего формирующиеся рынки, в т. ч.	100	100	100	100	100	100
Россия	0.02	0.04	0.19	0.6	0.35	0.09
Рынки Центральной и Восточной Европы	0.43	0.77	1.2	1.0	1.7	0.96

\* IFC Emerging Stock Market Factbook 1998-1999, Emerging Stock Market Review November 1999. В данные по рынкам Центральной и Восточной Европы включены рынки Венгрии, Латвии, Литвы, Польши, Румынии, Словакии, Словении, Хорватии, Чехии, Эстонии.

В условиях кризиса 1998 г. страны Центральной и Восточной Европы оказались более привлекательными для иностранных инвесторов (с точки зрения зрелости рынка и стабильности), испытали существенно меньший отток ресурсов, чем Россия. Их доля в обороте формирующихся рынков выросла до 1.7% при сокращении доли российского рынка до 0.35%. Данные за октябрь 1999 г. показали, что при сокращении рыночной ниши и России, и стран Центральной и Восточной Европы, последние оказались более устойчивы, являясь противовесом тем экстремальным колебаниям, которые испытал российский рынок акций.

#### ***Россия, Китай и Бразилия: сопоставление фондовых рынков***

До сих пор все сравнения российского фондового рынка проводились в европейской системе координат, поскольку часто иностранные инвесторы сопоставляют отечественные ценные бумаги с активами из стран Центральной и Восточной Европы. Вместе с тем известно, что часто инвесторы, принимая решения о вложении средств, сравнивают рынки России, Бразилии (бытует представление о схожести с Россией по многим параметрам) и Китая (крупная переходная экономика, имеющая черты сходства с Россией в новейшей истории).

Ниже будет показан высокий уровень корреляции между фондовыми рынками России и Бразилии. Сравнение этих стран по ряду индикаторов (население, экономика, уровень развития) приведено в *табл. 1.13*. В этой таблице приведены также данные по Нидерландам, чтобы лучше оценить степень близости России, Бразилии и Китая, как формирующихся рынков, в сравнении с развитыми странами (величины ВВП Нидерландов и России сопоставимы).

*Таблица 1.13\**

**Сопоставление экономик России, Бразилии, Китая и Нидерландов**

Показатель	Россия	Бразилия	Китай	Нидерланды
Численность населения, млн. человек, 1999	146.5	168.1	1200	15.8
Ожидаемая продолжительность жизни, годы, 1998	67.0	67.1	69.9	77.6
Телефоны, кол-во шт. на 1000 человек, 1998	196.6	120.5	69.6	593.1
Персональные компьютеры, кол-во шт. на 1000 человек, 1998	40.6	30.1	8.9	317.6
Хосты Интернета, кол-во шт. на 10 тыс. человек, 1999	10.1	12.8	0.2	327.9
Доля продуктов высоких технологий в экспорте, %, 1998	11.9	9.2	14.5	30.0
Валовой внутренний продукт, млрд. долл., 1999, в текущих ценах**	375.3	760.3	991.2	384.8
ВВП по паритету покупательной способности, млрд. междуна. долл., 1999**	1092.6	1181.9	4534.9	382.7
Структура ВВП	с/х – 8.4%, пром. – 38.5%, услуги – 53.1%	с/х – 14%, пром. – 36%, услуги – 50.0%	с/х – 15%, пром. – 35%, услуги – 50.0%	с/х – 3.5%, пром. – 26.8%, услуги – 69.7%

\*На основе данных Всемирного банка (World Development Indicators Database, July 2000), CIA Factbook 2000, размещенной на сайте в Интернете [www.cia.gov](http://www.cia.gov).

\*\* ВВП рассчитан по Atlas Method и по паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к пункту 1.2).

Из *табл. 1.13* очевидно, *насколько близки между собой индикаторы развития России и Бразилии* (за исключением размеров ВВП в текущих ценах). Сопоставляя ВВП Бразилии и России, необходимо учитывать эффект шоковой девальвации рубля в 1998 г. (в Бразилии снижение курса национальной валюты в конце 90-х годов было на порядок меньшим), а также то, что, возможно, курс рубля оказался после кризиса занижен

в большей мере, чем если бы это случилось в результате плавного его падения во второй половине 90-х годов (если бы монетарные власти осторожно отказались от политики искусственного удержания валютного курса рубля). Сравнение ВВП Бразилии и России по паритету покупательной способности показывает близость экономик стран по данному индикатору.

Соотношение ВВП и численности населения (производительность труда), структура ВВП, продолжительность жизни, доля высоких технологий в экспорте, любой из других индикаторов демонстрируют существенный разрыв между группой развитых экономик (представленной Нидерландами) и формирующимися рынками (более индустриальными – Россией и Бразилией, и быстро догоняющим их Китаем). Однако *на рынке ценных бумаг Россия не находится в своей группе экономик* и она в значительной мере – по всем ключевым параметрам за исключением внешнего долга - отстает по показателям объема сделок и рыночной стоимости ценных бумаг не только от развитых экономик (например, от Нидерландов, сопоставимых с Россией по размерам ВВП), но и от Бразилии и Китая (см. *табл. 1.14*). Величина этого разрыва колебалась в 1999 г. от десятков раз (оборот по сделкам с акциями и облигациями, рыночная стоимость долговых ценных бумаг на рынке) до нескольких раз (капитализация рынка акций). В 2000 - 2001 гг. разрыв несколько сократился (рынки Бразилии и Китая больше российского примерно в 4-10 раз).

*Таблица 1.14\**

*Сопоставление рынков ценных бумаг России, Бразилии, Китая и Нидерландов, 1999 г., млрд. долл.*

Показатель	Россия	Бразилия	Китай	Нидерланды
Оборот по сделкам с акциями	5.9 1997 = 16.6 2001=29.0	89.5 (Сан-Паулу) 2000 = 101.5	225.0 (Шанхай) 2000 = 395.1	471.2 2000 = 678.8
Капитализация рынка акций, на конец октября 1999 г.	42.4 1997 = 128.2 2001=69.3	155.1 (Сан-Паулу) 2000 = 226.2	338.7 (Шанхай) 2000 = 325.4	695.2 (декабрь 1999) 2000 = 640.5
Биржевой оборот по облигациям и долговым обязательствам государства (вторичные торги)	4.6 1997 = 152.4 10 мес. 2001=4.5	0.6** 2000 = 0.1	210.2 (Шанхай) 2000 = 204.1	318.2 2000 = 246.0
Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, на конец года, по данным BIS	9.0 1997 = 64.6 июнь 2001 = 6.7	294.2 июнь 2001 = 277.4	242.6 июнь 2001 = 326.8	231.9 июнь 2001 = 334.8
Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, на конец года, по данным BIS	19.3 сент. .2001 = 17.2	46.2 сент. .2001 = 63.6	17.9 сент. .2001 = 18.2	219.5 сент. .2001 = 315.5

\*Расчитано на основании данных FIBV Annual Reports 1997-1999, ежеквартальных обзоров BIS, опубликованных банком в Интернете, IFC / S&P Emerging Stock Market Review November 1999.

\*\*Предположительно, основная часть сделок с ценными бумагами совершается во внебиржевом обороте.

Такие различия в способности рынков привлекать денежные ресурсы указывают на потенциал роста российского фондового рынка. Одновременно –

демонстрируют низкую долю России на мировом рынке ценных бумаг, необходимость политики конкуренции с другими рынками за денежные ресурсы.

### *Значение рыночных измерений*

Простые измерения долгового рынка, как и рынка акций, позволяют оценить рыночную нишу,<sup>131</sup> успехи или неудачи, которые сделал российский рынок, конкурируя за инвестиции с рынками стран Центральной и Восточной Европе, стран СНГ или с другими формирующимися рынками. Размеры российской экономики (см. *табл. 1.15*) позволяют России в будущем занять более крупную рыночную нишу на мировых рынках акций и долговых ценных бумаг.

*Таблица 1.15\**

*Российский фондовый рынок в сравнении с иностранными рынками – конкурентами: итоговый анализ (2000 год)*

Страна	Показатель							
	В млрд. долл.				В процентах, Россия = 100			
	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2000 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, март 2000 г., на конец периода, данные BIS	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, июнь 2000 г., на конец периода, данные BIS	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2000 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, март 2000 г., на конец периода, данные BIS	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, июнь 2000 г., на конец периода, данные BIS
Китай	5023.2	325.4	242.6	17.6	411	943	2854	94
Бразилия	1302.1	226.2	306.0	50.3	107	656	3600	268
<b>Россия</b>	<b>1222.0</b>	<b>34.5-38</b>	<b>8.5</b>	<b>18.8</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Австрия	217.3	29.8	147.0	85.4	18	86	1729	454
Турция	455.7	69.7	46.0	21.6	37	201	541	115
Польша	351.3	31.4	29.4	5.4	29	91	346	29
Финляндия	130.3	293.6	80.9	38.3	11	850	952	204
Чехия	147.5	9.7	24.5	1.9	12	33	288	10
Венгрия	125.2	11.9	16.0	11.0	10	28	188	59

\*Рассчитано по данным BIS, IFC Emerging Markets Factbook 1995 – 1999, S&P/IFC Emerging Markets Review November 1999, ММВБ, РТС, FIBV Annual Report 1999, за 2000 г. – FIBV, Federation of European Stock Exchanges, Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. ВВП рассчитан по паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к пункту 1.2). Для сравнения долговых рынков использованы данные BIS с тем, чтобы обеспечить сопоставимость методологии расчета показателей.

Те экономики, величина которых, измеренная по ВВП, больше российской (например, Китай и Бразилия), имеют на порядок – в сравнении с Россией – большие рынки ценных бумаг. Экономики, которые меньше российской, могут превосходить ее по размерам фондового рынка (Австрия, Турция, Финляндия) или примерно соответствовать ей в области обращения ценных бумаг (Польша). Третий вариант - фондовые рынки, хотя и меньше российского, но

<sup>131</sup> Миркин Я.М. Рыночная ниша российских акций //Рынок ценных бумаг. – 2001. - №3.



далеко не в такой степени, в какой ВВП этих стран меньше ВВП, создаваемого в России (Чехия, Венгрия).

2001 – 2002 гг. были удачными и для российской экономики, и для рынка ценных бумаг (позитивная динамика при падении капитализации и объемов сделок на основных фондовых рынках мира). Однако и 2001 – 2002 гг. хотя и улучшили, но не изменили кардинально ситуацию, в которой российский рынок ценных бумаг не соответствует размерам экономики, является относительно меньшим по размерам, чем рынки-конкуренты (на примере 2001 г. - см. *табл. 1.16*).

*Таблица 1.16\**

***Российский фондовый рынок в сравнении с иностранными рынками – конкурентами: итоговый анализ (2001 год)***

Страна	Показатель							
	В млрд. долл.				В процентах, Россия = 100			
	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2001 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, июнь 2001 г., на конец периода, данные BIS	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, сентябрь 2001 г., на конец периода, данные BIS	ВВП по паритету покупательной способности, 2000 г.	Капитализация рынка акций, на конец 2001 г.	Непогашенные долговые ценные бумаги на внутреннем рынке, июнь 2001 г., на конец периода, данные BIS	Непогашенные долговые ценные бумаги на внешнем рынке, сентябрь 2001 г., на конец периода, данные BIS
Китай	5023.2	н/д	326.8	18.2	411	н/д	4878	106
Бразилия	1302.1	165.6	277.4	63.6	107	239	4140	370
<b>Россия</b>	<b>1222.0</b>	<b>69.3</b>	<b>6.7</b>	<b>17.2</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Австрия	217.3	24.5	142.1	89.6	18	35	2121	521
Турция	455.7	69.5	72.3	22.1	37	100	1079	128
Польша	351.3	25.0	34.9	6.7	29	36	521	39
Финляндия	130.3	180.8	64.1	40.1	11	262	957	233
Чехия	147.5	8.9	27.6	0.7 (июнь 2000)	12	13	412	4
Венгрия	125.2	10.1	17.1	11.3	10	15	255	66

\*Расчитано по данным BIS, ММВБ, РТС, FIBV, Federation of European Stock Exchanges, Istanbul Stock Exchange, Prague Stock Exchange. ВВП рассчитан по паритету покупательной способности (см. методологический комментарий к пункту 1.2). Капитализация рынков акций Австрии, Бразилии, Венгрии, Польши, Финляндии определена на конец ноября 2001 г. Для сравнения долговых рынков использованы данные BIS с тем, чтобы обеспечить сопоставимость методологии расчета показателей.

Понимание места России среди формирующихся рынков, позиционирование среди рынков – конкурентов дает возможность финансовым регуляторам и профессиональному сообществу ставить цели развития, задачи конкуренции для рынка в целом, демонстрировать политику создания успешной “Финансовой площадки “Россия”.

В России по-прежнему нет конкурентной долгосрочной политики строительства фондового рынка. Попытки ее создать и обсудить в начале 2000 г. не имели результата. Есть отдельные фрагменты политики, по-своему



важные, необходимые, но не достаточные для перемещения в мировой иерархии фондовых рынков хотя бы на несколько позиций выше. Не используется известный опыт (Германии, Великобритании, Ирландии, Канады, Финляндии и т.п.) в продвижении и в маркетинге своих рынков среди инвесторов.

Поэтому вполне возможно, что динамика российского рынка будет мало зависеть от способности привлекать деньги на долгосрочные инвестиции. Цены на нефть, NASDAQ, рынки – конкуренты, действия финансовых властей, ежедневные интересы спекулятивных инвесторов – эти и многие другие факторы будут создавать очень высокую волатильность, оставляя рынок незначительным по размерам. Он обладает малой сопротивляемостью к рыночным шокам, к агрессивной спекуляции на повышение, к манипулированию.

Знать место российского рынка среди других рынков – конкурентов, его нишу на мировом фондовом рынке – в этом значение рыночных измерений. Но оно еще и в том, чтобы поставить перед рынком более масштабные цели, чем были достигнуты в 90-е годы. Соответственно, международные сопоставления могут приводить только к одному выводу - конкурировать! Рассматривать всё то, что делается или не делается для развития рынка, прежде всего, с точки зрения места российского рынка ценных бумаг, его способности привлекать внутренние и иностранные инвестиции в сравнении с другими рынками – конкурентами.

Другой вывод из международных сопоставлений - дальнейшая невозможность управлять развитием рынка без *статистических публикаций* о нем. Значительного объема времени и сил требуют элементарные статистические оценки его объема, структуры, сопоставимые динамические ряды, региональные распределения. Крайне необходимо создание *отечественной статистики рынка ценных бумаг*, подобной той, которая существует в банковской сфере.

### ***Рыночный риск***

Практика 90-х годов показала, что на российском фондовом рынке возможны шоковые значения: *кредитного риска* (дефолт августа 1998 г., массовые неплатежи регионов по долговым ценным бумагам в 1998 – 1999 гг.), *процентного риска* (резкие изменения рыночного процента в 90-х годов вслед

за колебаниями доходности ГКО – ОФЗ, изменениями ставки рефинансирования на десятки процентов), *валютного риска* (шоковые изменения валютного курса рубля к доллару в 1994, 1998 гг.), *риска ликвидности* (фактическое прекращение операций на рынке акций в августе 1998 г. – январе 1999 г., превращение с конца 1997 г. в неликвидные акций “второго эшелона”), *риска контрагента* (нарушения в расчетах по ценным бумагам в октябре 1997 г., во второй половине 1998 г., крахи биржевых срочных рынков в 90-х годах), *законодательного риска* (введение в мае 1998 г. ограничений на участие иностранных инвесторов в акционерном капитале РАО ЕЭС, на движение средств по счету капитала в 1998 г.) и др.

Вместе с тем на *российском фондовом рынке* достигнуто одно из самых высоких в мире значений *рыночного риска*.<sup>132</sup> В 1996 – 1997 гг. много писали о том, что российский рынок являлся лучшим в мире по росту курсовой стоимости и, как следствие, наиболее перспективным и инвестиционно привлекательным. Часто публикации и заявления в финансовой прессе носили характер отчетов о достигнутых успехах. Психологической настрой только на рост, сложившийся у внутренних инвесторов, стал одним из ключевых факторов спекулятивного всплеска на рынке акций, как элемента кризиса 1997 – 1998 гг.<sup>133</sup> В 1999 – 2000 гг. в те короткие месяцы, когда рынок быстро рос, финансовая пресса неизменно снова отмечала первые места в мире, которые занял российский рынок с позиций увеличения рыночной стоимости акций и значений фондовых индексов.<sup>134</sup> После крупного падения российских фондовых индексов в конце 2000 г. новый подъем рынка акций в первой половине 2001 г. вновь сопровождался отчетами об успехах.<sup>135</sup> В этой связи важно, чтобы в будущем рынок

<sup>132</sup> Анализ высоких значений рыночного риска на российском рынке ценных бумаг, впервые достигнутых в 1991 – 1994 гг. см. в кн.: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С.54 –64.

<sup>133</sup> 29 октября 1997 г., в разгар кризиса на мировых финансовых рынках, в резолюции Всероссийской конференции профессиональных участников рынка ценных бумаг «Фондовый рынок России: перспективы роста» указывалось на то, что «большой прогресс в развитии и регулировании российского рынка ценных бумаг» нашел отражение «в значительных темпах роста цен на акции российских предприятий». Руководители ФКЦБ неоднократно в 1996 –97 гг. отмечали, что российский рынок акций стал лучшим в мире по росту курсовой стоимости, что Россия оказалась самой эффективной для вложений страной среди всех новых рынков капитала в мире (см., например, обзор новостей на сайте www.nns.ru за 26 ноября 1997 г.). В отчете ФКЦБ за 1997 г. указывалось, что несмотря на кризис и испытания, связанные с ним, “минувший 1997 год был годом новых достижений...для российского рынка ценных бумаг...Индекс Международной финансовой корпорации (International Finance Corporation) российского рынка корпоративных ценных бумаг (IFCG Price Index) показал самый большой прирост (144.59%) как среди развитых, так и среди развивающихся рынков». Примерно так же писала финансовая пресса. Например, «Росбизнесконсалтинг» в аналитическом отчете за 1997 г. отмечал, что рынок акций, «оставаясь высокодоходным, стал значительно менее рискованным», «российские акции дешевы, они имеют высокий потенциал роста цен», «подъем рынка акций имел под собой солидную экономическую почву», «капитализация российского рынка, которая, по оценкам специалистов, к настоящему моменту составляет около 200 млрд. долл., может возрасти в 1998 г. на 50%».

<sup>134</sup> Например, А.Абалов и В.Панин (брокер ЗАО «Картель») писали в газете «Капитал» (2000, №1), что «нынешний год проходит под знаком уверенного роста рынков акций... «Financial Times» признала фондовый рынок России одним из самых быстро развивающихся рынков в мире и лучшим среди всех фондовых площадок государств с переходной экономикой. Другое уважаемое издание – «Wall Street Journal» - констатирует, что российские акции оказались более выгодным объектом инвестиций, чем американские акции интернет – сектора или японские ценные бумаги» (www.cartel.ru) Некоторые участники рынка в начале 2000 г. предсказывали рост рыночной стоимости акций в 2000 г. в 2 – 5 раз ( см. журнал «Рынок ценных бумаг», 2000, №3, С. 43 –46).

<sup>135</sup> См., например, статью Д.Пономарева «Наш фондовый рынок стал вторым в мире по доходности» (Независимая газета, 2001, 5 июля. – С. 4), в которой, в частности, указывается, что «фондовый рынок России постепенно отказывает-

психологически был настроен на ожидание экстремальной волатильности, на управление рыночным риском, а не только на постоянный и неизбежный рост, который начнется, когда “придут” иностранные инвестиции, откроются на Россию лимиты, будет отдано должное недооцененности российских акций и т.п.

**Измерение и значения волатильности.** Сопоставимость измерений рыночного риска по странам обеспечивается использованием семейства фондовых индексов MSCI (в открытом доступе на сайте [www.msci.com](http://www.msci.com)), либо фондовых индексов S&Poors / IFC в составе базы данных по формирующимся рынкам (Emerging Markets Data Base). В **табл. 1.17** приведены выдержки из сравнительного анализа волатильности рынков акций (на основе месячных значений фондовых индексов **за пять лет** (январь 1995 – 2000 гг.) **по 48 странам** (полностью расчет приведен в **приложении 1**). Страны расположены по мере нарастания волатильности и, соответственно, рыночного риска.

**Таблица 1.17\***

**Сравнительный анализ волатильности рынков акций отдельных стран**

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 – декабрь 2000 гг.)					
NN	Страны	Коэффициент вариации, %	Коэффициент «Максимум по ряду/ Средняя по ряду»	Коэффициент «Средняя по ряду/ Минимум по ряду»	Станд. отклонение значений месячных изменений индексов, выраженных %**
1	Австралия	6.46	1.13	1.26	н/д
2	Норвегия	12.54	1.31	1.29	н/д
3	Австрия	13.43	1.39	1.36	н/д
.....					
8	Великобритания	17.74	1.26	1.48	3.51
9	Япония	17.76	1.30	1.58	6.49
10	Гонконг	18.14	1.36	1.84	н/д
.....					
22	Германия	22.48	1.47	1.52	н/д
.....					
28	Канада	27.00	1.77	1.53	н/д
29	Италия	27.30	1.40	1.69	н/д
30	США	27.64	1.42	1.78	4.12
31	Испания	28.00	1.38	1.89	н/д
32	Франция	28.22	1.52	1.65	н/д
.....					
42	Филиппины	44.40	1.83	2.54	11.51
43	Турция	46.14	2.37	2.21	18.27
44	Малайзия	52.46	1.95	4.11	14.56
45	Россия	54.06	2.34	5.25	24.50
46	Индонезия	75.34	2.30	6.07	18.79
47	Финляндия	75.92	2.75	3.64	н/д
48	Таиланд	84.08	2.99	4.34	15.94

\*Расчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, сформированных на основе данных MSCI. Фондовые индексы рассчитаны на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долларах на конец месяца.

ся от роли флюгера, улавливающего малейшие веяния с другой стороны Атлантики, и превращается в самостоятельный рынок ценных бумаг. На фоне стагнации американской экономики, а также в целом не слишком радужной ситуации на торговых площадках Северной Америки... российский рынок акций в этом полугодии.. пережил фазу бурного роста».

Из *табл. 1.17* следует, что российский рынок ценных бумаг является одним из худших в мире с точки зрения рыночного риска, находится *в группе стран - формирующихся рынков*, волатильность которых (оцененная по коэффициенту вариации значений фондовых индексов) *в несколько раз выше* (до 5-8 раз), чем на развитых рынках.<sup>136</sup> Отношение максимальных значений фондовых индексов к средним по этой группе стран в 2-3 раза выше, чем на стабильных рынках. Отношение средних значений фондовых индексов к минимальным по указанной группе стран в 3-4 раза выше в сравнении с рынками, являющимися стабильными. Ежемесячная волатильность (стандартные отклонения месячных значений фондовых индексов) - в 4 -7 раз выше.

Данные *табл. 1.18* подтверждают, что не только формирующиеся рынки являются более подверженными рыночному риску, чем развитые рынки, но и то, что внутри формирующихся рынков в 1995 – 2000 гг. сложилась группа стран, для которых характерны особенно высокие значения рыночного риска (Индонезия, Таиланд, Россия, Малайзия, отчасти Турция и Филиппины).

*Таблица 1.18\**

*Распределение национальных рынков акций по уровню волатильности*

Фондовые индексы по странам (декабрь 1995 – декабрь 2000 гг.)				
Коэффициент вариации, %	Развитые рынки	Итого	Формирующиеся рынки	Итого
0-10	Австралия	1		
>10-20	Австрия, Великобритания, Гонконг, Ирландия, Нидерланды, Норвегия, Швейцария, Япония	8	Аргентина, Иордания, Польша, Тайвань, Чехия, Чили	6
>20-30	Бельгия, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Новая Зеландия, Сингапур, США, Франция	10	Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Марокко, Мексика, Перу, Южная Африка	8
>30-40	Люксембург, Швеция	2	Венесуэла, Израиль, Корея, Колумбия, Пакистан	5
>40-50			Турция, Греция, Филиппины	3
>50-60			Малайзия, Россия	2
>60-70				
>70-80	Финляндия	1	Индонезия	1
>80			Таиланд	1
	Итого стран	22	Итого стран	26

\*Рассчитано по данным табл. 1.17 и приложения 1.

*Более зрелые рынки – меньшие значения рыночного риска. Формирующиеся рынки (emerging markets) как группа характеризуются более высокими значениями волатильности и рыночного риска в сравнении с развитыми*

<sup>136</sup> Исключение составляет Финляндия, коэффициент вариации по рынку которой исключительно высок, т.к. в 1995 – 2000 гг. фондовый индекс вырос в 8- 11 раз.

*рынками* (developed markets). *Таблица 1.18* еще раз доказывает этот факт. 86% развитых рынков акций – в сравнении с 54% формирующихся рынков – имели значения коэффициента вариации меньше 30%. Для 41% развитых рынков – в сравнении с 23% формирующихся – коэффициент вариации ниже 20%.

Вместе с тем в *периоды рыночных шоков или массовых инноваций*, когда мировые потоки инвестиций меняют свое направление (конец 90-х годов), даже *развитые рынки обнаруживают способность к экстремальной волатильности*, а наиболее устойчивыми могут оказаться небольшие или полузакрытые рынки малых развивающихся или переходных стран, пользующиеся наименьшим вниманием иностранных инвесторов. Именно так рынок США с его акцентом на акции, на финансирование через них инноваций, попал в группу стран, обладающих высоким рыночным риском.

*Неоднородность формирующихся рынков с позиций рыночного риска.* Чем более зрелыми являются формирующиеся рынки, чем ближе их развивающиеся или переходные экономики к развитым странам, прежде всего, в ощущении инвесторов, тем более устойчивыми они являются и тем меньшие значения рыночного риска испытывают в долгосрочной перспективе. Тем меньшие спады указанные рынки переживают при шоковых сокращениях спроса международных инвесторов на ценные бумаги, обращающиеся на формирующихся рынках.

По оценке, понятно, что Россию и такие страны Восточной Европы, как Чехия, Польша, Венгрия, инвесторы относят к разным группам зрелости рынков и рыночного риска, хотя все эти страны – формирующиеся рынки. *Табл. 1.18* еще раз это показывает. Волатильность рынка акций в России во второй половине 90-х годов в 2-3 раза превышала показатели рынков Чехии, Польши и Венгрии.

В оценке рыночного риска имеют значение *региональные группировки рынков*. Взаимное влияние рынков внутри регионов исключительно велико. Факты ухода инвесторов из региона в целом общеизвестны. *Табл. 1.18* демонстрирует, что рынки Латинской Америки, переходных стран Центральной и Восточной Европы в конце 90-х годов с позиций регионального мышления иностранных инвесторов были более зрелыми, чем рынки Юго-Восточной Азии и России. Воздействие на них спекулятивных потоков капитала оказалось

меньше при более высокой устойчивости рынков акций к внешним шокам, при уровне волатильности в 2-4 раза меньше, чем в России и азиатском регионе.

Кризисные 1997 - 1998 гг. предоставили уникальный материал для подтверждения этого тезиса в отношении формирующихся рынков (см. приведенную ниже *табл. 1.19*). На первой фазе кризиса формирующиеся рынки Азии и Латинской Америки испытали рыночные шоки, курсовая стоимость ценных бумаг упала на десятки процентов. В то же время на части европейских формирующихся рынков по итогам конца 1997 г. - первого полугодия 1998 г. наблюдался рост. Эти рынки представлялись инвесторам достаточно близкими - по степени зрелости и техническому уровню экономики - к развитым рынкам, которые в это время непрерывно росли, инвесторы «бежали» в ценные бумаги, выпущенные в индустриальных экономиках. Соответственно, часть ресурсов, направленных в 1998 г. на развитые фондовые рынки и, в частности, оставленных в Европе, была инвестирована в эти формирующиеся рынки и определила рост курсовой стоимости акций в Словении, Польше, Португалии, Греции, Турции и других «пограничных»- по отношению к индустриальным - странах.

*Таблица 1.19\**  
**Изменение курсовой стоимости акций на формирующихся рынках на конец месяца (округл. до целых значений)\*, %**

Изменение курсовой стоимости акций, % на конец месяца, округл. до целых значений											
Формирующиеся рынки Латинской Америки				Формирующиеся рынки Азии				Формирующиеся рынки, приближающиеся к индустриальным по степени развития			
Страны	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998	Страны	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998	Страны	Июль 1997	Июль 1998	Дек. 1998
Аргентина	100	81	67	Корея	100	42	73	Греция	100	160	164
Мексика	100	77	65	Филиппины	100	45	59	Португалия	100	156	142
Чили	100	64	54	Тайвань	100	42	53	Венгрия	100	123	102
Перу	100	82	53	Таиланд	100	26	39	Чехия	100	113	96
Бразилия	100	71	44	Малайзия	100	25	27	Польша	100	111	83
Венесуэла	100	46	42	Индонезия	100	14	18	Турция	100	128	69

\*Расчитано по данным MSCI. В 1998 г. рынок ценных бумаг Португалии входил в категорию формирующихся рынков, позже был переведен в международных классификациях (S&Poors / IFC) в категорию развитых рынков.

Вторая волна кризиса, начавшаяся в августе 1998 г., вызвала в части «пограничных» стран падение фондовых рынков, которое тем не менее было существенно слабее тех негативных изменений, которые претерпели курсы ценных бумаг в России, в странах СНГ, в Азии и Латинской Америке.

**Российский рынок акций: один из самых высоких в мире рыночный риск.** Из анализа *табл. 1.18* следует, что внутри формирующихся рынков в 1995 – 2000 гг. сложилась группа стран, для которых характерны особенно высокие

значения рыночного риска (Индонезия, Таиланд, Россия, Малайзия, и в известной мере - Турция, Филиппины, Греция). Внутри этой группы стран российский рынок был сопоставим по риску только с Индонезией и Таиландом и имел самую высокую ежемесячную волатильность. Она многократно превышала показатели стабильных рынков, стандартное отклонение значений месячных изменений фондовых индексов составляло в конце 1995 – 2000 гг. 24.5%.

**Перенос рыночного риска на российские акции с других рынков.** Отсутствие собственной внутренней базы инвестирования, чрезмерная доля спекулятивных инвесторов (как иностранных, так и отечественных), стремящихся к высокой волатильности, уход торговой активности по российским акциям на Запад формируют сильную зависимость отечественного рынка акций от рыночного риска других стран. То российский рынок падает вслед за азиатскими рынками (1997 г.), то следует за отрицательной динамикой NASDAQ (2000 г.), то колеблется вместе с рынками Латинской Америки и т.п.

Например, за период с декабря 1995 г. по декабрь 2000 г. корреляция рынков акций России и Индонезии составила незначительную величину **0.18** (по 61 месячному значению страновых фондовых индексов MSCI). Указанные рынки были мало связаны друг с другом, в отличие от рынков акций Бразилии и России (коэффициент их корреляции за этот период составлял 0.9017).

Но всё меняется, если анализировать взаимосвязь рынков России и Индонезии по периодам. В 1995 – начале 1997 гг. (*табл. 1.20*) их корреляция была очень мала или имела отрицательное значение. С началом азиатского кризиса – в период рыночных шоков, а затем восстановления рынка (второе полугодие 1997 г. – первое полугодие 1998 г.) она резко возросла (*табл. 1.20*), приобретая положительную величину. Рынок Индонезии и другие азиатские рынки стали доминантой, переносящей рыночный риск на российский рынок.

*Таблица 1.20\**

**Взаимосвязь ценовой динамики рынков акций России и Индонезии**

Коэффициенты корреляции рынков акций России и Индонезии	Декабрь 1995 – декабрь 1996	Январь – сентябрь 1997	Сентябрь-декабрь 1997	Январь – сентябрь 1998	Сентябрь – декабрь 1998	Январь – сентябрь 1999	Сентябрь – декабрь 1999	Январь – сентябрь 2000	Сентябрь – декабрь 2000
	0.276	-0.676	0.642	0.961	0.931	0.889	0.733	-0.159	0.68

\*Рассчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, сформированных на основе данных MSCI. Фондовые индексы рассчитаны на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долларах на конец месяца. Годы разбиты на два неравных периода – январь – сентябрь и сентябрь – декабрь, учитывая, что именно в последние четыре месяца в 1997, 1998 и 2000 гг. усиливалась нестабильность на рынках.



Рыночный шок на российском рынке (август 1998 г.) вновь сформировал высокий уровень корреляции между рынками России и Индонезии. В течение 1999 г., по мере восстановления позитивной конъюнктуры, показатель корреляции постепенно снижался до «естественного фона», до минимальных отрицательных значений, показывающих несвязанность рынков (январь – сентябрь 2000 г.). Новое усиление корреляции произошло лишь при резком увеличении волатильности и наступлении рыночного риска в конце 2000 г., принесенного на формирующиеся рынки отрицательной конъюнктурой NASDAQ.

***Российский рынок акций как «спусковой механизм» финансового кризиса.*** Российский рынок акций был худшим в мире в 1998 г. Цены на акции за год - в сравнении с максимумом, достигнутым 6 октября 1997 г., упали почти в 13 раз (5 октября 1998 г.).<sup>137</sup> Даже на рынках Азии и Латинской Америки, находящихся в жесточайшем финансовом кризисе, снижение цен на акции не превысило 40-55%. Объем рынка (объем торгов в РТС, октябрь 1998/октябрь 1997) сократился в 65 раз, число участников, реально заключивших сделки, снизилось в 5 раз (РТС, октябрь 1998/январь 1998).

Дважды (октябрь 1997 г. и май 1998 г.) российский рынок акций служил «спусковым механизмом» для кризисов во всех секторах финансового рынка. Падение рынка акций в начале мая 1998 г. вызвало обвал на рынке ГКО, резкий рост ставки рефинансирования Банка России (до 150%) и процентных ставок (до 50-60%), нарастание валютной нестабильности. Россия вошла в стадию финансового кризиса лета - осени 1998 г. Кризис ликвидности государства, нараставший в течение 1998 г., отсутствие эффективной системы управления государственным долгом и профессиональные ошибки политиков привели к разрушению рынка государственных и муниципальных ценных бумаг.

Непосредственной причиной кризиса на российском фондовом рынке стал масштабный отток спекулятивных иностранных капиталов, за счет которых, по оценке, на 30-35% финансировался внутренний государственный долг и на 60-70%- рост объема и курсовой стоимости рынка акций. Внутренние инвесторы, не обладающие достаточными финансовыми ресурсами, чтобы удержать рынок, и действовавшие на рынке в основном спекулятивно, внесли свой вклад в снижение стоимости финансовых активов. В итоге, резкое падение курсов ак-



ций было той внешней силой, которая окончательно вывела из равновесия в 1997 и 1998 гг. расстроенные государственные финансы и банковскую систему, вызвала масштабный отток иностранного капитала с рынка государственных ценных бумаг, взрыв спроса на иностранную валюту и резкое обесценение рубля.

**Рынок акций стал «спусковым механизмом» финансовых кризисов в России в октябре 1997 г. и мае 1998 г.** Этот факт не является общепризнанным. Так, например, в *отчете Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг за 1998 г.* утверждалось, что на первом этапе финансового кризиса, в октябре 1997 г. - январе 1998 г., именно сброс государственных ценных бумаг для репатриации прибыли обусловил рост спроса на доллар и снижение цен на корпоративные ценные бумаги. Начиная с мая 1998 г. резкое повышение доходности ГКО стало для многих инвесторов серьезным сигналом к уходу с рынка.

Последовательность событий неточно отражалась финансовым регулятором. Именно резкие падения рынка акций как слабого, спекулятивного, целиком зависящего от иностранных инвесторов, стали первыми сигналами к уходу инвесторов с рынка, вызывая нарастающий эффект финансового кризиса в России. **Реальные факты** свидетельствуют о том, что с 6 по 31 октября 1997 г. российский рынок акций упал на 26.1%, к 17 ноября он обесценился на 40.6% (индекс РТС1-Интерфакс).<sup>138</sup> Это крах рынка. Падение курсов ГКО сначала было сдержанным. Их доходность выросла с 18-18.5% (6 октября) всего лишь до 20% к 31 октября, и к 17 ноября - до 25%. Только к концу ноября рынок ГКО перестал выдерживать давление со стороны рынка акций (доходность 40% на 1 декабря 1997 г.).

Майский кризис 1998 г., который и привел, в конечном итоге, к 17 августа, начался с того, что с 5 по 14 мая акции на РТС упали в цене на 16.3%, по 18 мая на 27.8%, а к 1 июня - на 45.5%. Это - новый крах рынка. До 14 мая ГКО еще держались (рост доходности с 30 до 33%), но к 18 мая (43.9%) - вслед за падением рынка акций - началось бегство инвесторов и с рынка государственных ценных бумаг. К 1 июня рыночная стоимость ГКО резко упала, доходность по ним составила более 67%.

**Анализ корреляционных зависимостей** также свидетельствует о том, что **нестабильность на рынке ГКО - ОФЗ была связана причинно-следственной связью с колебаниями на рынке акций** (см. *табл. 1.21*). **Во-первых, между ценовой динамикой российских акций и ГКО** в моменты кризисов лета 1996 г., осени 1997 г. и весны-лета 1998 г. существовала

---

<sup>137</sup> Рассчитано по данным Российской торговой системы (индекс РТС1-Интерфакс)

<sup>138</sup> Расчеты проведены по данным Российской торговой системы, опубликованным на сайте РТС в Интернете, а также (ГКО) по данным Банка России, приведенным в разделе «Финансовые рынки» на сайте [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

*теснейшая связь*, коэффициенты *корреляции* находились в интервале от  $-0.78$  до  $-0.90$ .<sup>139</sup>

*Во-вторых*, обращает на себя внимание то (табл. 1.21), что *самая высокая корреляция между ценами на акции и ГКО* достигается в тех случаях, когда в статистических расчетах *временной ряд цен акций опережает на один день временной ряд цен ГКО или совпадает с ним (“день в день”)*. Любые другие варианты – больший лаг у акций в сравнении с ГКО или опережение временным рядом цен ГКО временного ряда цен акций – приводят к меньшим значениям корреляции, а в последнем случае (опережающее влияние цен ГКО) – к ее ускоренному в сравнении с любыми другими вариантами ослаблению.

Таблица 1.21

*Связь динамики российского рынка акций и рынка ГКО в 1996 – 1998 гг.*

Коэффициенты корреляции цен на акции (индекс ASP Stock) с ценами на ГКО (индекс ASP GKO)				
	Периоды острой нестабильности на финансовом рынке России			
	1 июня – 31 августа 1996 г.	1 октября – 31 декабря 1997 г.	1 апреля – 30 июня 1998 г.	1 июля – 14 августа 1998 г.
	63 ежедневных значения	63 ежедневных значения	61 ежедневное значение	32 ежедневных значения
Значения коэффициентов корреляции				
-при сопоставлении временных рядов ASP Stock и ASP GKO «день в день»	-0.794	-0.854	-0.901	-0.777
-при опережении временным рядом ASP Stock временного ряда ASP GKO				
-на один день	-0.796	-0.861	-0.899	-0.832
-на два дня	-0.791	-0.841	-0.879	-0.810
-на три дня	-0.785	-0.828	-0.842	-0.747
-при опережении временным рядом ASP GKO временного ряда ASP Stock				
-на один день	-0.774	-0.829	-0.872	-0.562
-на два дня	-0.744	-0.809	-0.834	-0.285
-на три дня	-0.711	-0.771	-0.793	-0.029

Этим фактам можно дать только одно объяснение. *Именно российские акции*, как было предположено выше, *более чутко улавливая изменение цен на нефть, воздействие внешних рыночных шоков и влияние других факторов, служили передаточным механизмом ценовых возмущений на ГКО*, раскачивали рынок государственных ценных бумаг.

<sup>139</sup>В расчетах использованы временные ряды ежедневных значений индексов агентства «Скейт» (по акциям - ASP Stock, по ГКО - ASP GKO). Автор выражает благодарность за идею использования индексов семейства ASP Андрею Кобзарю, который сделал расчеты общей взаимосвязи рынка ГКО и рынка акций в рукописи своей докторской диссертации “The Market for Russian High-Yield Government Debt: 1993-1998” в Университете Намюр (Бельгия). Индекс ASP GKO рассчитывается агентством «Скейт», является индексом доходности ГКО (отсюда - отрицательность коэффициента корреляции). Рост цен на акции оказывает понижающее значение на доходность ГКО (отрицательная корреляция) и, соответственно, растут цены на ГКО. И, наоборот, при понижении цен на акции отрицательная корреляция проявляется в том, что доходность ГКО растет, а цены на ГКО падают. Временные ряды индекса ASP GKO были расположены в Интернете ([www.skate.ru](http://www.skate.ru), в настоящее время [www.skatefn.com](http://www.skatefn.com)).

Этот *вывод* подтверждается анализом *архитектуры рынка РТС* (крупнооптовый рынок, с более 90% денежных расчетов за границей, сверхконцентрированный на нескольких акциях и небольшой группе игроков), а также сравнением доли иностранных инвесторов на рынке акций (65%) и рынке ГКО-ОФЗ (35%) в 1998 г. Соответственно, до тех пор, пока рынок РТС будет существовать в прежнем качестве и в той же архитектуре, что и до кризисов 1996-98 гг., *будет сохраняться основа для возникновения на нем крайних значений ценовых колебаний и передачи их на рынок ГКО – ОФЗ* и других государственных ценных бумаг.

### **1999 – 2002 годы: акции РАО ЕЭС как новый фактор рыночного риска**

Если в 1995 – 1998 гг. основным фактором рыночного риска были спекулятивные иностранные инвесторы и свободное движение “горячих денег” по оффшорным счетам (РТС) и на рынке ГКО – ОФЗ, то в 1999 – 2002 гг., с развитием рынка акций РАО ЕЭС, резко усилился рыночный риск, связанный со спекулятивными внутренними, в том числе розничными инвесторами. Как видно из *табл. 1.22*, доля акций РАО ЕЭС в оборотах российского рынка в 1995 – 2000 гг. постоянно росла: 12-15% в 1995 – 1996 гг., 20-25% в 1997 г., 40-50% в 1998 г., 50-60% в 1999 г. и 60 – 75% в 2000 г.

*Таблица 1.22\**

#### **Доля акций РАО ЕЭС в обороте российских бирж**

Период времени	ММВБ	РТС	ММВБ + РТС
1995	X	14.9	14.9
1996	X	12.8	12.8
1997	32.4	23.0	23.0
1998			
март	46.8	40.6	41.7
июнь	69.1	44.7	50.8
декабрь	77.1	24.7	42.4
1999			
март	75.1	17.7	40.2
июнь	82.5	37.2	59.7
декабрь	81.3	30.5	62.5
2000			
март	78.2	29.7	61.5
июнь	87.2	48.3	78.2
октябрь	85.8	39.3	76.0
2001			
март	92.2	37.0	82.3
июнь	71.9	26.4	58.8

октябрь	74.1	25.0	66.0
2002			
август	63.9	18.7	59.6

\*По данным ММВБ и РТС. Включен оборот как по обыкновенным, так и по привилегированным акциям. Последняя колонка – доля акций РАО ЕЭС в суммарном обороте РТС и ММВБ по сделкам с акциями.

В марте 2001 г. эта доля достигала даже 82% сделок с акциями, совершаемых на рынках ММВБ и РТС; далее (2002 г.) стабилизировалась на уровне 60 – 65%. Эти акции в силу своей «легкости», небольшого номинала, известного имени эмитента, обращаясь на рынке ММВБ с его современной технологией, низкими расчетными и операционными рисками (доля акций РАО ЕЭС в РТС также растет), смогли, в известной мере, заместить ГКО в спекулятивных портфелях инвесторов, в том числе розничных. В мировой практике трудно найти случаи столь высокой концентрации рыночного риска.

**Розничный характер рыночного риска на рынке акций РАО ЕЭС.** **Внешняя активность** на рынках депозитарных расписок на акции РАО ЕЭС **минимальна**, в 2000 г. доля АДР и ГДР в обороте этих акций составляла 3.2%.<sup>140</sup> Поэтому концентрация рыночного риска, связанная с акциями РАО ЕЭС, относится к **внутреннему рынку** и – после кризиса 1998 г. – всё в большей мере к **внутренним инвесторам** (прежде всего, на рынке ММВБ).

Оценивая **средние размеры сделок и количество операций** (см. **табл. 1.23**), можно сделать вывод, что рынок акций РАО ЕЭС удобен розничным инвесторам и активно используется ими. ММВБ (см. **табл. 1.23**), как и в 90-е годы, существует как рынок, на котором могут действовать мелкие инвесторы (мелкие размеры партий, суммы сделок в 3- 6 тыс. долларов, очень большое количество сделок), в отличие от РТС, сохраняющей черты рынка оптовых спекулянтов (размеры партий более чем в 10 раз превосходят средние по ММВБ, суммы сделок измеряются десятками тысяч долл. и, наоборот, количество совершенных сделок в десятки раз меньше, чем на ММВБ).

**Таблица 1.23\***

**Параметры сделок с обыкновенными акциями РАО ЕЭС на ММВБ и РТС**

Период времени	Средняя величина сделки, тыс. шт. акций		Средняя величина сделки, тыс. долл.		Количество сделок за период, тыс. шт.	
	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС
1995	х	1444	х	63.8	х	0.5
1996	х	845	х	56.9	х	7.4

<sup>140</sup> Миркин Я., Ковригин М. Уход торговой активности на Запад: реалии 2000 года // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №1. Оборот по акциям РАО ЕЭС включает рынки России, Германии и США (в Великобритании они не обращаются).

1997	н/д	284	н/д	89.5	н/д	35.7
1998 (ноябрь)	34	1128	1.3	42.8	27	0.3
1999 (октябрь)	65	581	3.7	33.4	54	1.3
2000 (октябрь)	53	515	6.6	64.7	178	2.5
2001 (3-14 декабря)	42	556	6.3	82.4	85.5	0.5

\*Расчитано по данным РТС, РАО ЕЭС, опубликованным в Интернете.

Трудно определить, где выше рыночный риск, идущий от акций РАО ЕЭС? На РТС, с ее оптовой, крупнозернистой структурой, когда одна крупная сделка может вызвать значительные колебания рынка, но при этом доля акций РАО ЕЭС ниже, чем на ММВБ? Или на ММВБ, в «толпе» мелких инвесторов, которые своей множественностью делают рынок более устойчивым? В любом случае анализ структуры рынка (размеры сделок, их количество) показывает, что *большая доля рыночного риска, формируемого акциями РАО ЕЭС, относится к розничным инвесторам.* Этот вывод подтверждают и расчеты, сделанные на основе данных Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе (см. *табл. 1.24*).

*Таблица 1.24\**

*Развитие операций розничных инвесторов в Москве во взаимосвязи с ростом оборотов по акциям на ММВБ*

Показатель	1999			2000				2001
	2 квар- тал	3 квар- тал	4 квар- тал	1 квар- тал	2 квар- тал	3 квар- тал	4 квар- тал	1 квар- тал
Число розничных инвесторов, ведущих в Москве операции с ценными бумагами, %	100 (8.2 тыс. чел.)	129	159	174	238	478	522	483 (39.5 тыс. чел.)
Обороты по акциям на ММВБ, млн. долл.	499	832	1483	3518	3525	5027	4930 (оценка)	4959
Операции с ценными бумагами розничных инвесторов Москвы, млн. долл.	118	147	613	1068	1086	1945	3563	1878
Операции розничных инвесторов Москвы / оборот по акциям ММВБ	0.236	0.177	0.413	0.304	0.308	0.387	0.723	0.379

\*Расчитано на основе данных ММВБ и отчетности Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе. В расчетах использованы среднеквартальные значения валютного курса, устанавливаемого Банком России.

Число розничных инвесторов в Москве увеличилось за период со второго квартала 1999 г. по первый квартал 2001 г. в 4.8 раза, объем их операций вырос в 15.9 раз, что сопоставимо с ростом оборотов ММВБ (прежде всего, за счет акций РАО ЕЭС) в 9.9 раз. Связь рынка ММВБ, торговой активности по акциям РАО ЕЭС и операций московской розницы прослеживается. По оценке (см. *табл. 1.24*), операции только учтенных московских розничных инвесторов, численностью 25 – 30 тысяч человек, формировали примерно 30% рынка акций

РАО ЕЭС. Этот анализ согласуется и с данными РАО ЕЭС, опубликованными в Интернете, о существовании в конце 1999 г. 10 - 20 тыс. акционеров – физических лиц, владеющих пакетами акций РАО ЕЭС от 10 до 100 тыс. шт. (сопоставимо с размерами сделок на ММВБ).<sup>141</sup>

В 1999 – 2000 гг. концентрация рыночного риска существенно увеличилась за счет развития маржинального кредитования розничных инвесторов и роста их операций, вызванного интернет – доступом на рынки. Известно, что ничем не ограниченное “кредитное плечо” ускоряет рост объемов рынков и может приводить, в итоге, к их крупным падениям. Эти операции в 1999 – 2000 гг. во многом приходились на акции РАО ЕЭС.

В первом полугодии 2001 г. были отменены налоговые льготы для московских розничных инвесторов и введены ограничения на маржинальное кредитование, что внесло коррективы в рассмотренную ситуацию, хотя и не изменило ее принципиально. С этого момента розничные операции на рынке акций стали всё в большей мере замещаться сделками юридических лиц, число розничных инвесторов стало резко падать (по данным отчетности за 2001 г. Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе).

***Какой частью акционерного капитала РАО ЕЭС формируется российский рынок акций?*** Депозитарный оборот акций РАО ЕЭС, торгуемых через ММВБ, проходит через ***Национальный депозитарный центр***, который впервые в конце 2000 г. (см. ***табл. 1.25***) преодолел планку ***5%*** и был показан отчетности РАО ЕЭС в качестве одного из крупнейших акционеров. По итогам третьего квартала 2001 г. доля Национального депозитарного центра в акционерном капитале РАО ЕЭС составила 6.1%.

В свою очередь, это означает, что ***в 2000 г. более 70% оборота внутреннего рынка акций России*** (доля акций РАО ЕЭС на ММВБ в общем обороте ММВБ + РТС в октябре 2000 г.) ***формировались из 5% уставного капитала одного акционерного общества, которые по номинальной стоимости на конец октября 2000 г. составляли около 40 млн. долл., по рыночной стоимости – около 250 млн. долл.*** В октябре 2001 г. ***6.1% акций***

---

<sup>141</sup> Число акционеров РАО ЕЭС - физических лиц в конце 1999 г. составило более 380 тысяч чел. Держателей мелких пакетов акций РАО ЕЭС (1 – 10 тыс. штук акций) было 350 тыс. чел., держателей пакетов от 10 до 100 тыс. штук акций - 19.5 тыс. чел. Очевидно, что подавляющая часть этих держателей – розничные инвесторы. Вероятно именно они составляют основу розничного оборота на организованных рынках акций. Опубликовано на сайте РАО ЕЭС в Интернете [www.rao-ees.elektra.ru](http://www.rao-ees.elektra.ru).

**РАО ЕЭС** (по номиналу 44 млн. долл., по рыночной стоимости – 420-430 млн. долл.) сформировали **более 60% оборота** внутреннего рынка акций; в октябре **2002 г.** 9.2% акций РАО ЕЭС – примерно 55% оборота внутреннего рынка акций.

*Таблица 1.25\**

**Структура акционерного капитала РАО ЕЭС**

Акционеры	Доля в акционерном капитале РАО ЕЭС, %				Крупнейшие акционеры	Доля в акционерном капитале РАО ЕЭС, %			
	1996	1997	1998	1999		1998	1999	2000 (октябрь)	2002 (октябрь)
Государство	52.7	52.5	52.5	52.5	Государство	52.5	52.5	52.5	51.6
Иностранные юридические лица	27.8	30.7	33.6	30.6	Иностранные банки – номинальные держатели**	15.2	19.1	20.0	19.6
Российские юр. лица	10.9	11.3	8.3	11.4	Депозитарно – клиринговая компания	-	-	-	5.5
Физические лица	8.6	5.5	5.6	5.5 (382 тыс. чел.)	Национальный депозитарный центр	< 5	< 5	5.2	9.2
Итого	100	100	100	100	Итого	≈ 70	≈ 75	77.7	85.9

\*По данным РАО ЕЭС о структуре акционерного капитала и отчетности эмитента, публикуемым акционерным обществом в Интернете (.www.rao-ees.elektra.ru).

\*\*1998 – 2000 гг. - Bank of New York International Nominees, 2002 г. – Депозитарий “ИНГ Банк Евразия”, Deutsche Bank Trust Company Americas

С одной стороны, эти данные еще раз показывают, что отечественный рынок ценных бумаг не выполняет своей основной функции. Он не направляет денежные ресурсы на инвестиции в экономику. С другой стороны, с позиции рыночного риска эти данные демонстрируют его сверхвысокую концентрацию. **Внутри любого акционерного общества 5-10% его акционерного капитала могут подвергаться разводнению (хотя именно на этих 5-10% основывается 50-60% всего российского рынка акций).**

**Экссессивная волатильность акций РАО ЕЭС.** Как показывает анализ **табл. 1.26**, акции РАО ЕЭС всегда обладали волатильностью, превышающей среднюю по рынку, показывали более высокий рыночный риск, чем корзина акций. Например, отклонения годовых максимумов от минимумов по акциям РАО ЕЭС в 1996 – 2002 гг. всегда были существенно большими в сравнении с индексом РТС (см. **табл. 1.26**).

Соответственно, по мере роста доли акций РАО ЕЭС в обороте, рыночный риск операций с российскими акциями, который и так являлся одним из самых высоких в мире, увеличивался не только за счет концентрации на одной акции, но и за счет того, что эта акция обладает повышенной



“легкостью”, волатильностью, намного превышающей наиболее представительную корзину акций.

Таблица 1.26\*

**Экссессивная волатильность акций РАО ЕЭС**

Показатели	1996	1997	1998	1999	2000	2002
Индекс РТС, ед.						
-минимальное значение	66.69	197.54	37.74	54.18	130.32	260
-максимальное значение	227.79	570.66	421.55	177.71	245.98	426.9
Акции РАО ЕЭС, долл.						
-минимальное значение	0.02787	0.09589	0.01563	0.02596	0.07022	0.0759
-максимальное значение	0.10588	0.45659	0.33987	0.10325	0.21207	0.1796
Коэффициент “Годовой максимум / Годовой минимум показателя», кол-во раз						
Индекс РТС	3.4 раза	2.9 раз	11.2 раза	3.3 раза	1.9 раз	1.64 раз
Акции РАО ЕЭС	3.8 раз	4.8 раз	21.7 раза	4.0 раза	3.0 раза	2.37 раза

\*По данным РТС, по акциям РАО ЕЭС используется показатель средневзвешенной цены.

**Внутренние проблемы РАО ЕЭС и рыночный риск.** Никто не может сейчас прогнозировать влияние предстоящей реструктуризации РАО ЕЭС на рыночную стоимость акций этой компании. Сам рынок реагирует на любые новости о реструктуризации (разделе РАО ЕЭС) только отрицательно, учитывая российский опыт – преобразования в компании для миноритарных акционеров чаще всего оборачиваются размыванием капиталов и хороших активов.

Заранее известно (и объявлено в концепции РАО ЕЭС), что либерализация в электроэнергетике будет означать уменьшение участия РАО ЕЭС в капиталах большой группы компаний. С другой стороны, в результате создания и продажи новых компаний часть материальных активов, которые сейчас находятся на балансе РАО ЕЭС, будет замещена акциями.

Инвестиции в дочерние общества составляли на конец третьего квартала 2000 г. 50% валюты баланса РАО ЕЭС (более 87 млрд. руб.), на соответствующую дату 2001 г. - 49% валюты баланса РАО ЕЭС (94.9 млрд. руб.).<sup>142</sup> Доходы от них сейчас, когда РАО ЕЭС является контролирующим акционером, не превышали в 1-3 кварталах 2000 г. 3% выручки от реализации, а за аналогичный период 2001 г. – 4.7%. Что произойдет с рыночной стоимостью акций РАО ЕЭС, когда другие денежные потоки, проходящие через эту компанию, резко уменьшатся? Когда собственность РАО будет разводнена? Какие активы, в конечном итоге, останутся у этой компании на балансе? Какую долю валюты

<sup>142</sup> Отчетность эмитента на конец третьего квартала 2000 г. и на конец третьего квартала 2001 г., опубликована в системе раскрытия информации РТС «СКРИН», а также на на сайте РАО ЕЭС в Интернете [www.rao-ees.elektra.ru](http://www.rao-ees.elektra.ru).



баланса будут составлять распыленные вложения в акции и какие доходы можно будет собрать по этим акциям, учитывая общую нелюбовь платить дивиденды? Насколько ликвидны и капитализированы будут эти акции?

Как и во множестве других российских открытых акционерных обществ, *в РАО ЕЭС не разделена между акционерами значительная сумма добавочного капитала (111 млрд. руб. на конец третьего квартала 2000 г. и 126.2 млрд. руб. на конец аналогичного периода 2001 г.) в сравнении с 21.6 млрд. руб., уже находящихся в акциях* (в уставном капитале) (на конец третьего квартала 2000 - 2001 гг.). Обычно контролирующие собственники не заинтересованы в проведении технических эмиссий под добавочный капитал и в его распределении между акционерами. В этом случае выкуп собственности в свою пользу обходится значительно дороже. Любая реструктуризация компании при нераспределенном добавочном капитале в России чаще всего означает выигрыш одних акционеров в сравнении с другими (обычно миноритарными).

В итоге, *рыночный риск*, связанный с концентрацией рынка на акциях РАО ЕЭС, *существенно усиливается неустойчивостью самого эмитента*. В 2002 – 2003 гг. неизбежны события вокруг РАО ЕЭС, имеющие материальное значение для цены его акций. Как следствие, будет неизбежно наступать рыночный риск, как это было в 1998 и 2000 гг.

### ***Прогнозное значение исследования рыночного риска***

Почему так важна истинная картина финансового кризиса 1997 – 1998 гг.? Опасность состоит в том, что если государство и профессиональное сообщество, создав рынок акций, худший в мире в 1998 г., остающийся одним из самых рискованных, волатильных, не будут пытаться понять и признать проблемы, с которыми столкнулся рынок, и ничего не изменят в своей политике, то российский рынок акций не будет восстановлен на новой, более безопасной основе.

Именно так и происходит. По-прежнему в 1999 – 2002 гг. воссоздается незначительный по объемам, с подавляющим преобладанием спекулятивных инвесторов рынок акций, не дающий возможности привлекать масштабные средства на рынке капиталов для финансирования инвестиций. Способность

российского фондового рынка создавать спекулятивные конструкции в обход инвестиционного процесса и таким образом отражать риски и эклектику страны, нашла свое выражение в акциях РАО ЕЭС – с их способностью на 5% капитала одного из самых неустойчивых эмитентов генерировать более 60-70% оборота рынка, вбирать в себя (основываясь на маргинальном кредитовании и интернет – доступе, налоговых льготах в Москве в 1999 – 2000 гг.) розничных инвесторов, будучи при этом ценной бумагой с волатильностью, выше среднерыночной. Высокий рыночный риск по-прежнему несет РТС, существующая, в основном, в той же архитектуре, что и до кризисов 1997 – 1998 гг.

Таким образом, на рынке развилась очередная сверхконцентрация рыночного риска, которая дала о себе знать в 2000 - 2002 гг. и неизбежно будет воздействовать на его динамику в 2003 – 2004 гг.

Другим фактором, усиливающим рыночный риск, является бюджетная неопределенность (волатильность цен на нефть, жесткий график платежей по внешнему долгу), которая может дать старт новому масштабному росту краткосрочного государственного долга, как это было в 90-е годы.

Ни одной после 1998 г. не было сделано попытки (кроме ММВБ в 1999 – 2000 гг.) изучить *причины экстремальных колебаний курсовой стоимости, которые лежат в самом российском рынке акций*, не относятся к политическим рискам, государственному долгу, валюте и т.п. В то время, как за рубежом публикуются многостраничные доклады, посвященные урокам фондовых кризисов (примеры - NASD, NYSE), в России регулирующие органы и профессиональное сообщество, столкнувшись с почти полным разрушением рынка, не извлекли уроков, только наблюдали за тем, как повторялись стремительные взлеты рынка акций (1999 г. – начало 2000 г., лето 2000 г., весна – лето 2001 и 2002 гг.), за которыми следовали его крупные падения, по сути, очередные рыночные шоки (см. *табл. 1.27*).

Данные *табл. 1.27* (и *табл. 1.17*) подтверждают неизменность после 1998 г. сверхрискованной, волатильной природы российского рынка акций. Это дает возможность прогнозировать и в будущем (2002 – 2004 гг.) очень высокие значения рыночного риска, присущего этому рынку. *Очевидный прогноз*: сохранятся очень высокий рыночный риск в кратко- и среднесрочном периодах и

экстремальная волатильность, одна из самых высоких в мире, и регулярный перенос на конъюнктуру российских акций рыночных рисков, возникающих в других странах, прежде всего, в США (NASDAQ), Латинской Америке (например, высокая корреляция с фондовым рынком Бразилии) и - в случае особо крупных колебаний – на других формирующихся рынках - лидерах, даже если их движение обычно мало связано с конъюнктурой российского рынка акций.

Таблица 1.27\*

**Волатильность российского рынка акций в 1999 – 2002 гг.**

Показатель	1999 г.				2000 г.				2001 г.				2002 г.	
	28.01	08.07	21.09	31.12	24.03	29.06	29.08	21.12	25.06	07.08	03.10	29.12	20.05	06.08
Значения фондового индекса РТС – локальные максимумы / минимумы	54.5	147.4	76.2	177.7	243.9	163.0	245.5	132.1	224.9	189.4	174.2	260.0	426.9	314.0
Отклонения от предыдущего экстремума фондового индекса РТС, %	x	+170	-48.3	+133	+37.3	-33.2	+50.6	-46.2	+70.7	-15.8	-8.0	+49.3	+64.2	-26.4

\*По данным РТС (значения фондового индекса на момент закрытия торгов). Значения показателей округлены.

Как следствие, рыночный риск должен стать предметом особого внимания финансового регулятора и СРО (программа предупреждения и снижения рыночного риска; усиление устойчивости внутреннего рынка к этому риску, прежде всего, с точки зрения архитектуры торговых систем, особенно РТС; снижение доли РАО ЕЭС; умеренные значения «плеча» в маржинальном кредитовании; создание системы мониторинга рыночного риска и оперативного антикризисного регулирования рынка; мониторинг внешних рынков и участие в системах раскрытия и обмена информацией между регуляторами, существующих в рамках IOSCO, и т.п.).<sup>143</sup> Одним из базовых требований к операторам рынка ценных бумаг должно быть наличие профессиональных систем управления рыночным риском и рост капитала брокеров - дилеров (ослабление рыночного риска достигается, в частности, повышением требований к достаточности капитала).

Величина рыночного риска, наряду с объемом инвестиций, привлекаемых через фондовый рынок, должна стать ключевым параметром, по состоянию которого судят об успехах или неудачах развития отечественного фондового рынка.

<sup>143</sup> Более подробно см.: Я.Миркин. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. - 2000. - №9.

### **1.3. Внешние факторы, воздействующие на российский фондовый рынок**

Проведенные рыночные измерения являются отправной точкой для исследования воздействия на российский рынок ценных бумаг **факторов**, выделенных на теоретическом уровне в качестве **фундаментальных**, формирующих фондовый рынок (см. **пункт 1.1**). Практика показывает, что прогнозы динамики рынка, формируемые на основе текущей динамики показателей, ценны лишь в краткосрочном плане. Они не способны предугадать масштабных движений рынка, в основе которых лежат фундаментальные факторы, действующие в долгосрочной перспективе. Чтобы ответить на вопрос, что будет происходить с российским рынком капиталов через год, три года, в долгосрочной перспективе, какой должна быть политика развития этого рынка, - нужно понять, **как и каким образом фундаментальные факторы внутри страны и во внешнем мире воздействуют на долгосрочную динамику и структуру фондового рынка России**, что и как определяет существо и будущее российского рынка ценных бумаг?

Часть из этих факторов (принадлежность к развитым или формирующимся рынкам, внешние факторы) будет рассмотрена в данном разделе, часть (требующая более углубленного анализа) – в **разделе 2**.

#### ***Соотношение между внутренними и внешними фундаментальными факторами***

По оценке, **внешние факторы** на 80-90% определяют динамику российского рынка акций. Рынки депозитарных расписок могут оказывать доминирующее влияние на внутренний рынок. Как будет показано ниже, торговая активность по депозитарным распискам на внешних рынках, без учета акций РАО ЕЭС, была больше объема внутренних рынков в 1999 г. – в 5.8 раз, в 2000 г. – в 4.5 раз. В 2000 г. функциональной была зависимость рынка акций России от США (корреляция фондовых индексов MSCI по этим странам - 0.945).

Небольшой по размерам рынок (28 - 30-е место в мире при том, что Россия занимает 15-16-е место по величине ВВП в текущих ценах) зависит от спе-

кулятивных иностранных инвесторов. Доля спекулянтов в АДР – ГДР составляет не менее 60-65% (расчеты начала 2000 г. по данным J.P.Morgan). Более 90% расчетов в РТС (“классический рынок”) производится по счетам за рубежом, со свободным движением горячих капиталов, доля иностранных инвесторов, по оценке, 40 – 65%. Внутренний рынок акций РАО ЕЭС (в 2000 – 2002 гг. 70-80% оборота ММВБ и 60-70% оборота ММВБ + РТС) является преимущественно спекулятивным, повторяет движение внешних рынков, не являясь в этом смысле самостоятельным.

При такой функциональной зависимости внутреннего рынка от внешней конъюнктуры нельзя ожидать, что в ближайшие 3 – 5 лет будет создана настолько устойчивая база внутреннего инвестирования, чтобы инвестиционные ожидания и денежные ресурсы резидентов определяли динамику рыночной стоимости российских ценных бумаг. Поэтому с позиции конъюнктуры рынка акций события внутри России имеют значение, прежде всего, с точки зрения того, как они меняют конкурентоспособность страны на международных рынках капиталов и как они отражаются на инвестиционных ожиданиях нерезидентов. Задача развития отечественного рынка ценных бумаг - повышение в ближайшие 3-5 лет веса внутренних факторов, формирующих рыночный курс акций, хотя бы до 30-40%.

В рамках данного пункта будут рассмотрены следующие *внешние фундаментальные факторы*, воздействующие на российский рынок ценных бумаг: а) влияние длительных циклов, в рамках которых функционируют мировые финансовые рынки; б) воздействие цен на нефть; в) принадлежность к развитым или формирующимся рынкам ценных бумаг; г) влияние рынков – лидеров и взаимозависимость формирующихся рынков; д) конкурентоспособность национальных рынков и уход торговой активности на западные фондовые рынки.

### ***Воздействие длительных циклов в экономике***

Многие годы ведутся дискуссии по поводу того, как и за какое время рынок акций, как барометр, предсказывает падение производства, доходов или, наоборот, экономический рост в макроэкономике. В настоящем исследовании нас интересует обратный вопрос: каково влияние длительных и коротких цик-

лов, переживаемых экономикой, на фондовый рынок?<sup>144</sup> Действительно ли и в долгосрочном, и в краткосрочном планах положительная динамика (как и вообще позитивное развитие) рынков ценных бумаг невозможны вне растущей экономики?

Предмет дискуссий, несмотря на кажущуюся очевидность ответов, вытекающих из общего порядка вещей, не так уж прост, если вспомнить отчеты об успехах в развитии рынков ценных бумаг (прежде всего, *emerging markets, формирующихся рынков*), которыми пестрили финансовая (в том числе российская) пресса и отчеты международных и правительственных (в том числе российских) организаций в конце 80-х- 90-х годов.<sup>145</sup> Главный акцент делался на *роли финансового сектора*, в том числе фондовых рынков, в экономическом развитии (что верно, но недостаточно). В финансовом мышлении утверждалось ощущение опережающего, стремительного развития финансовых рынков, подталкивающего рост производства. По расчетам Б.Б. Рубцова, показатель «Капитализация мирового рынка акций / Мировой ВВП» изменился с 1980 по 1998 гг. с 23 до 91%.<sup>146</sup> И в то же самое время в мировом хозяйстве медленно готовился очередной экономический поворот, приведший к финансовым кризисам конца 90-х годов.

В 1995-1997 гг. - в период экономического кризиса в России и одновременно бума на российском фондовом рынке – этот рынок неоднократно объявлялся “лучшим в мире по итогам года”, “наиболее быстро растущим”, “очень перспективным”, хотя экономическая ситуация в стране была тяжелой, прибыли и инвестиции падали. Примеры оптимистических ожиданий, которыми была полна финансовая пресса, приведены в *пункте 1.2*. Как следствие, в конце 1997 г. - 1998 г. спекулятивный бум закончился крахом рынка, который оказался тяжелее и продолжительнее фондовых кризисов в тех

---

<sup>144</sup> Дальнейшие оценки основываются на данных сервера в Интернете «Global Financial Data» (<http://www.globalfindata.com>), который содержит длинные (за несколько столетий) временные ряды финансовых показателей по крупнейшим странам (конъюнктура фондовых рынков, инфляция, валютные курсы и т.д.), заимствованные из официальных публикаций и академических источников. Для анализа за 1800 – 1949 гг. используются текущие, не дефлированные цены акций на рынках Великобритании, Германии, США. Исследование тенденций в 1899 – 1995 гг. основывается на дефлированных автором рядах динамики цен на рынках акций 15 развитых стран.

<sup>145</sup> См., например, Levine R., Loyaza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. - Wash.: World Bank. - Policy Research Working Paper 2059. - 1999. - 22 p.

<sup>146</sup> Б. Рубцов в книге «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, С. 30) отмечает, что показатель «Капитализация рынка акций / ВВП», изменился с 1975 по 1998 гг. по США – с 48 до 152%, по Великобритании – с 37 до 170%, по Франции – с 10 до 69%, по Японии – с 28 до 66%, по Германии – с 12% до 51%.

странах, в которых кризисы 1997–1998 гг. происходили на фоне развития экономики.

**XIX век.** Сравнение кондратьевских волн, датировка которых в XIX в. является признанной, с конъюнктурой рынков ценных бумаг дает следующее. В середине 40-х годов и в начале 90-х годов XIX в., на которые, по традиционной оценке, приходятся минимумы первой и второй кондратьевских волн, рынки акций США и Великобритании испытывали серьезные потрясения (*табл. 1.28*). Более точное исследование требует серьезного анализа.

*Таблица 1.28\**

**Падения рынков ценных бумаг и минимумы кондратьевских волн в XIX в.**

Годы	Динамика дефлированных цен на акции	
	США	Великобритания
1842	на 48% ниже максимума 1800-1842 гг., достигнутого в 1835 г.	на 64% ниже максимума 1800- 1842 гг., достигнутого в 1824 г.
1890- Великобритания, 1894- США	на 29% ниже максимума 1840-1894 гг., достигнутого в 1881 г.	на 24% ниже максимума 1840-1890 гг., достигнутого в 1873 г.

\*Оценка по данным длинных временных рядов, опубликованным на сервере в Интернете «Global Financial Data» ([www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)).

Более точная идентификация движения рынков акций с волнами Н. Кондратьева или С. Кузнецца (18-летние колебания) требует дополнительных исследований. Вместе с тем имеющиеся в нашем распоряжении серии показателей и их графическое представление (*рис. 4 и 5*) дают возможность положительно ответить на вопрос о наличии длительных циклов на фондовом рынке. И колебания рынка акций США в 1800 - 1949 гг., и динамика рынка акций Великобритании в том же периоде указывают на длинные волны, которые могут быть сопоставлены с этапами экономического развития той или иной страны.

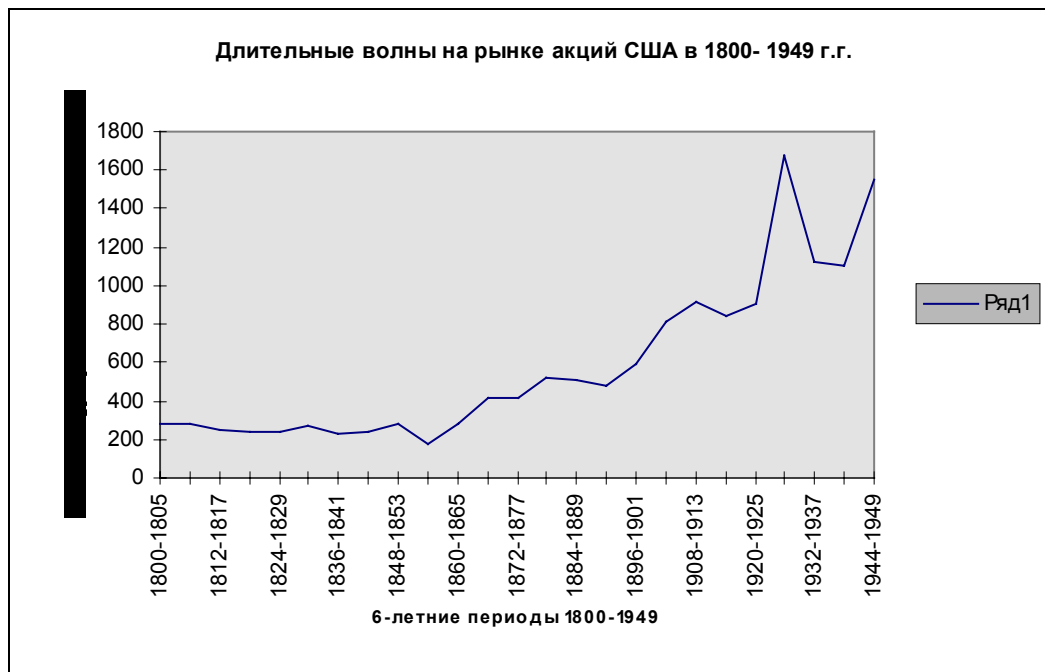
«Плоские» волны первой половины XIX в. в США (см. *рис. 4*) соответствуют более замедленному экономическому развитию страны, характерному для этого периода. На период гражданской войны 60-х годов XIX в. приходится резкий спад в динамике рынка акций (1857-1861 гг. - минимальные значения, относящиеся к периоду 1800- 1949 гг.). Этап быстрого экономического роста, начавшийся в экономике США с 60-х годов XIX в., соответствует быстрому росту рынка акций, который приостановился в сложные 90-е годы XIX в.

Опережающее индустриальное развитие Великобритании, первенство в совершении промышленной революции проявилось в двух ярко выраженных



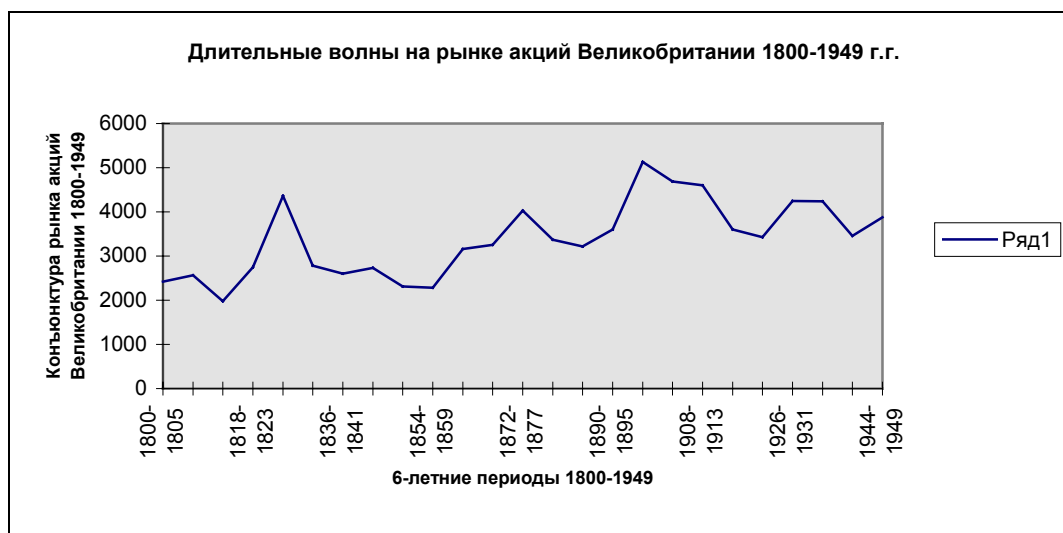
длительных волнах в конъюнктуре рынка акций, возникших в течение XIX века (см. *рис. 5*) и соответствующих двум волнам индустриализации, приходящимся на первую и вторую половину XIX века.

*Рисунок 4*



Этап индустриализации и высокого экономического роста Германии (с 70-х годов XIX в.), проявился в росте стоимости акций (график не приводится) на конец 1900 г. на 64% в сравнении с 1869 г. (на конец 1911 г. - на 93%).

*Рисунок 5*



*Длительные циклы в экономике и финансовые рынки в XX в.* Анализ цикличности экономик крупнейших стран как фундаментального фактора дви-

жения рынков акций в последние 100 лет приведен в *табл. 1.29*. Синхронность колебаний рынков ценных бумаг, волновой характер их конъюнктуры и наличие длинных циклов в фондовой сфере, жесткая обусловленность движения рынков ценных бумаг циклами, в рамках которых - и в теснейшей взаимосвязи между собой - развиваются рыночные экономики, постепенное усиление их взаимозависимости (глобализация рынков) - все эти явления хорошо прослеживаются с конца 90-х годов XIX века на примере крупнейших индустриальных стран.

*Табл. 1.29* содержит дефлированные данные по странам, информация по которым собрана на сервере в Интернете «Global Financial Data», начиная с 1899- 1919 гг. ([www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)). Заштрихованы квадранты, в которых отражена динамика рынка акций, совпадающая с динамикой рынка акций США. Таблица основана на дефлированных (скорректированных по уровню инфляции) показателях (фондовых индексах) динамики рынков акций индустриальных стран с рыночной экономикой за 1899-1995 гг. (на конец года). Соответственно, корректировка по уровню инфляции дает возможность анализировать сопоставимую, «истинную» динамику фондовых индексов (высокая инфляция «завышает» рост курсов акций и, наоборот, «занижает» реальные размеры падения их курсов; соответственно, дефляция «занижает» рост курсов акций и «завышает» величину их падения).

В итоге, *табл. 1.29* демонстрирует тесную связь и обусловленность динамики фондовых рынков с длительными волнами в экономике, возникавшими в XX в.:

**-Первая волна** - наблюдаемый с конца XIX в. экономический подъем (примерно с середины 90-х годов), продолжавшийся до 1914-1916 гг., сменившийся послевоенным спадом в 1917-1921 гг. **Рынки акций повторяли это волнообразное движение:** 2/3 наблюдаемых рынков акций испытывали рост в период подъема и 100% рынков находились в падении в послевоенный период.

**-Вторая волна** - экономический подъем 20-х годов с последующим кризисом 30-х годов, военной экономикой и послевоенным спадом 40-х годов. **Рынки акций вновь повторили волнообразное движение:** 2/3 рынков акций имели повышательную конъюнктуру в период роста и 87% рынков имели отрицательную динамику при нисходящем движении экономики.

**-Третья волна** - рост индустриальных экономик в 50-е- 60-е гг. с последующими экономическими трудностями 70-х годов. **Рынки акций в своем движении последовали за волной:** 94% наблюдаемых рынков акций испытали

рост в 50-е годы и 60% рынков- в 60-е годы при том, что 94% рынков акций характеризовались падением в 70-е годы.

Таблица 1.29

**Сопоставление длинных волн в рыночных экономиках и динамики рынков ценных бумаг в XX в.**

Страны	Рост (↑) или падение (↓) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода									
	Предвоенный эконом. подъем 1909 / 1899	Война и спад после войны 1919 / 1909	Эконом. подъем 20-х годов 1929 / 1919	Кризис 30-х годов, война и послевоенный спад		Экономический подъем 50-х - 60-х годов		Стагнация 70-х годов	Экономический подъем 80-х - 90-х годов	
				1939 / 1929	1949 / 1939	1959 / 1949	1969 / 1959		1979 / 1969	1989 / 1979
Англо-саксонские страны										
США	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Великобритания	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Канада	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Австралия	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Крупные индустриальные страны, не относящиеся к англо-саксонской группе										
Япония	н/д	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↓
Германия	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Франция	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Италия	н/д	↓	↓	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Испания	↑	↓	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↓
Небольшие индустриальные страны Европы										
Бельгия	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑
Дания	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓
Нидерланды	н/д	н/д	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↑
Норвегия	н/д	н/д	↓	↑	↑	↓	↓	↓	↑	↑
Швеция	н/д	н/д	↑	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↑
Швейцария	н/д	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↑	↑

**-Четвертая (незаконченная?) волна** - повышательное экономическое движение в 80-е - середине 90-х годов, сменившееся кризисами конца 90-х годов (пройденная или приближающаяся точка поворота?). Рынки акций также демонстрировали волновое движение: к середине 90-х годов 66% наблюдаемых рынков акций находились на подъеме вслед за ростом лежащих в их основе экономик.

Таким образом, **табл. 1.29** демонстрирует:

- наличие длинных (в несколько десятилетий) волн в динамике рынков ценных бумаг;

-сильную обусловленность длинных циклов в движении рынков ценных бумаг длительными (в несколько десятилетий) волнами, в рамках которых развиваются рыночные экономики;

-высокую степень синхронности колебаний рынков ценных бумаг различных стран, усиление взаимозависимости (глобализацию) рынков в течение последних 100 лет. В 1899 - 1949 гг. рынки совершали синхронные колебания в 76% из 59 наблюдений (в качестве основы для сравнения рынков был выбран рынок акций США, наблюдения охватывают 15 стран на 5 дат, при этом в 16 случаях данные отсутствовали). Синхронность колебаний рынков акций в 1949 - 1995 гг. характеризуется тем, что в 83% из 75 наблюдений (15 стран на пять дат) движение рынков имело одинаковое (совместные рост или падение) направление;

-существенную возможность того, что в первом десятилетии XXI в. осуществится масштабное понижательное движение экономик и, как следствие, рынков ценных бумаг (завершение четвертой волны), которое затронет основную часть индустриального мира.<sup>147</sup>

Данные показывают, что в долгосрочном плане положительная динамика (как и позитивное развитие) рынков ценных бумаг невозможна вне растущей экономики. Динамика фондовых рынков производна от долгосрочных экономических циклов.

***Следствия для России***, вытекающие из анализа:

-с высокой степенью вероятности движение рынка ценных бумаг в России (и российской экономики в целом в той мере, в какой на нее не воздействуют внутренние факторы) будет определяться длительными экономическими волнами, в которых существуют мировые рынки ценных бумаг и которые отражают длинные волны в развитии мировой экономики;

-в этой связи важнейшее значение имеет то, что текущая длинная волна, в том состоянии, в каком она подошла к концу 90-х годов, по оценке, может в ближайшее десятилетие иметь понижающийся склон (отрицательная финансовая и экономическая динамика), что создаст фундаментальный внешний фактор, постоянно, негативно и с определяющей силой воздействующий на состояние

---

<sup>147</sup> Впервые этот прогноз дан автором в статье: Миркин Я. Будущие 10 лет: экономические циклы определяют динамику фондового рынка // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №3. – С. 47 – 49.

российского рынка ценных бумаг (например, через приток внешних инвестиций).

**Короткие экономические циклы.** Не менее жестко, чем в длительных циклах, зависимость рынка акций от циклического развития экономики проявляется при текущих изменениях экономической конъюнктуры (которые накладываются на длительные циклы). Примеры такой зависимости дает рынок акций США.

Кризисные периоды	Состояние рынка ценных бумаг (РЦБ)
1929- 1941 гг. - Великая Депрессия и циклические колебания 30-х годов	Из 12 лет- в течение 9 лет падение РЦБ
1946 г. - падение производства, конверсия	1946 г. - падение РЦБ
1953 г. - падение производства	1953 г. - падение РЦБ
1974-75 гг. - падение производства, нефтяной шок	1973- 74 гг.- падение РЦБ
1980 г. - падение производства, 1981 г. – восстановление	1981 г.- падение РЦБ
1983-90 гг. - восемь лет экономического роста	1982- 89 гг. - восемь лет роста РЦБ
1990 г. - рецессия, 1991 г. - падение производства	1990 г. - падение РЦБ
1993 г. - замедление темпов роста в индустриальных странах, падение производства	1993 г. - падение РЦБ

### **Цены на нефть и акции**

Стало общим местом отмечать зависимость российской экономики и финансового рынка страны от цен на нефть. В массовом экономическом сознании утвердилось убеждение, что резкое падение цен на нефть приведет к сокращению денежных потоков, поступающих в страну, к ухудшению финансовых результатов деятельности топливно–энергетического комплекса, составляющего основу российской экономики и роста доходов населения. И, как следствие, станет причиной нового финансового кризиса.

Между тем, этот тезис плохо подтвержден количественным анализом. Действительно ли существует жесткая количественная зависимость между ценами на нефть и стоимостью российских финансовых активов? Каким будет российское финансовое будущее исходя из прогнозируемой динамики цен на нефть?

**Высокая волатильность цен на нефть.** История цены на нефть – пример чрезмерно высокой и постоянной по характеру волатильности в течение последних 30 лет. Находясь в *декабре 1970 г.* на уровне **1.8 долл.** за баррель<sup>148</sup>,

<sup>148</sup> Здесь и далее используются текущие (не дефлированные) цены Official Price of Saudi Light за 1970- 1974 гг., «Refiner Acquisition Cost of Imported Crude Oil» за 1970 – 1999 гг., в долл., опубликованы Energy Information Administration, United States на официальном сайте [www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov) в докладе “World Oil Market and Oil Price Chronologies: 1970-1999”.

она выросла до **12.8 долл.** за баррель в **декабре 1974 г.** и **39.0 долл.** за баррель в **феврале 1981 г.** Затем последовал глубокий спад в цене на нефть до уровня **10.9 долл.** за баррель в **июле 1986 г.**, сменившийся новым подъемом до уровня **32.9 долл.** за баррель в **октябре 1990 г.** В 1991-1993 гг. цена на нефть снова снизилась до **12.5 долл.** за баррель в **декабре 1993 г.**, затем достигла **23.2 долл.** за баррель в **декабре 1996 г.**, вновь плавно снизилась до **9.4 долл.** за баррель в **декабре 1998 г.** с тем, чтобы за год вырасти в 2.6 раза, будучи зафиксированной в **декабре 1999 г.** на уровне, превышающем **24 долл.** за баррель. В 2000 - 2002 гг. цены на нефть оставались устойчиво высокими (за исключением конца 2000 г.), временами превышая **30 долл.** за баррель. **Цена на газ повторяет движение цены нефти.** И нет оснований предполагать, что в будущем волатильность топливных рынков снизится.

**Цены на нефть и мировые фондовые рынки.** Анализ длинных временных рядов по мировым ценам на нефть и акции обычно не обнаруживает их непосредственной связи. Так, **коэффициент корреляции** между ценами на импортируемую нефть в США и фондовым индексом S&P 500, характеризующим динамику фондового рынка США<sup>149</sup>, за 1970 – 1999 гг., равен всего лишь **0.020**. Движение фондового рынка США является доминантой для других рынков ценных бумаг и, соответственно, слабое влияние цен на нефть - общее явление, прежде всего, для фондовых рынков индустриальных стран. Вместе с тем так происходит лишь в спокойные времена. Кризисы и политические потрясения в нефтедобывающих странах приводят к росту цен на нефть и обвалам на рынках акций. **Экстремальные цены на нефть**, наряду с политическими рисками, обнаруживают себя как **фундаментальный фактор**, влияющий на курсовую стоимость активов и развитие мировых финансовых рынков (см. **табл. 1.30**).

**Табл. 1.30** содержит данные за периоды наибольших скачков и экстремально высоких цен на нефть в 1970-1999 гг. Если учесть, что из **30 рассматриваемых значений** S&P 500 (1970-99 гг.) только в **шести случаях** его значения на конец текущего года были ниже уровня предшествующего года, то тем важнее, что в **четырёх** из них (1973, 1974, 1981, 1990 гг.) по всей видимости это было **связано со взрывным ростом цен на рынке нефти.**

**Цены на нефть и формирующиеся рынки стран, экспортирующих нефть.** Кажется логичным, что формирующиеся фондовые рынки (emerging markets) стран, экспортирующих нефть, должны в многократно большей степени, чем остальной мир, зависеть от ценовой конъюнктуры на нефть - испытывать подъем при росте цен на нефть (рост экспортной выручки, улучшение финансового состояния хозяйства, оздоровление бюджета, увеличение инвестиций, рост внутреннего спроса на отечественные ценные бумаги, расширение иностранных участия и т.д.). И, наоборот, снижение цен на нефть должно ухудшать состояние формирующихся рынков стран – экспортеров нефти.

**Таблица 1.30\***

**Взаимосвязь цен на нефть и динамики рынков акций (70-е – 90-е годы)**

Периоды экстремального роста цен на нефть и спадов на фондовом рынке								
Арабо-израильская война (октябрь 1973), эмбарго арабских стран на поставки нефти в США (октябрь 1973-март 1974)			Революция в Иране (1979), ирано – иракская война (осень 1980-1984)			Интервенция Ирака в Кувейт (1990), международная военная операция против Ирака (1990-1991)		
Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %	Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %	Годы	Цены на нефть (на конец года), %	S&P 500 (на конец года), %
1972	100	100	1978	100	100	1989	100	100
1973	209	83	1979	194	112	1990	127	93
1974	454	58	1980	238	141	1991	86	118
1975	597	76	1981	241	128			
			1982	220	146			

\*С округлением до целых чисел.

Тема нуждается в репрезентативном исследовании, хотя, например, данные по *Венесуэле* (нефть дает примерно 80% экспортных доходов, одну 1/3 ВВП)<sup>150</sup> показывают в 90-х годах **тесную зависимость динамики рынка акций от цен на нефть, с лагом** (отставанием цен на акции) примерно **в один год (табл. 1.31)**. Коэффициент корреляции между ценами на нефть и акции с лагом в один год (табл. 1.31) составляет **0.859** (очень высокое значение).

**Цены на нефть и фондовый рынок России.** По различным оценкам, **доля нефти, нефтепродуктов и газа** (товаров со сходной ценовой динамикой) в экспорте из России составляла в конце 90-х годов **около 40%**, в том числе сырой нефти - 15-17% (вывозится около 60% добываемой нефти). **Доля поступлений в консолидированный бюджет России**, формируемых экспортом

<sup>149</sup> Временной ряд значений Standard & Poor's 500 за 1979 – 1999 гг. опубликован на сайте [www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com)

<sup>150</sup> The World Factbook 1999 на сайте [www.odci.gov/cia/publications](http://www.odci.gov/cia/publications).



газа и нефти, – *около 30%*.<sup>151</sup> Соответственно, такой масштаб зависимости экономики от нефтяной отрасли создает *реальные основания для влияния цен на нефть на конъюнктуру российских акций* (как и на бюджет, на валютный курс, на весь финансовый рынок страны).

*Таблица 1.31\**

**Взаимосвязь цен на нефть и динамики рынка акций Венесуэлы**

Показа-тели	Период наблюдения											
	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Цены на нефть (на конец года, %)	<b>100</b>	<b>142</b>	<b>181</b>	<b>122</b>	<b>120</b>	<b>88</b>	<b>112</b>	<b>125</b>	<b>165</b>	<b>115</b>	<b>67</b>	<b>174</b>
Фондовый индекс IFCG Венесуэла (на конец года, %) <sup>152</sup>		<b>100</b>	<b>684</b>	<b>983</b>	<b>563</b>	<b>504</b>	<b>367</b>	<b>251</b>	<b>581</b>	<b>716</b>	<b>345</b>	<b>289</b>

\*С округлением до целых чисел.

И такое влияние, причем в очень сильной степени, действительно существует. Как следует из *табл. 1.32*, даже во временных рядах, состоящих из месячных – очень волатильных – значений показателей, в 1995 – 2000 гг. *мировые цены на нефть с опережающим лагом в девять месяцев<sup>153</sup> в значительной мере определяли цены на российские акции.*

*Таблица 1.32\**

**Корреляционная зависимость цен на российские акции от цен на нефть**

Переменные	20 месячных значений	30 месячных значений	40 месячных значений	50 месячных значений	60 месячных значений
Цены на нефть (на конец месяца, %)	Декабрь 1994 – Июль 1996	Декабрь 1994 – май 1997	Декабрь 1994 – март 1998	Декабрь 1994 – январь 1999	Декабрь 1994 – ноябрь 1999
Фондовый индекс РТС (на конец месяца, %)	Сентябрь 1995 – Апрель 1997	Сентябрь 1995 – февраль 1998	Сентябрь 1995 – декабрь 1998	Сентябрь 1995 – октябрь 1999	Сентябрь 1995-август 2000
Коэффициент корреляции	=0.649	=0.862	=0.815	=0.763	=0.705

\*Цены на нефть на конец декабря 1994 г. = 100, фондовый индекс РТС на начало сентября 1995 г. = 100.

Коэффициенты корреляции на всем протяжении временных рядов длиной *от 20 до 60 значений* (сентябрь 1995 г. – август 2000 г.) оставались *очень высокими*, демонстрируя *постоянство корреляции*, превышая большей частью величину **0.7** (сильная степень зависимости) и достигая **0.86** (степень влияния, близкая к функциональной зависимости).

<sup>151</sup> По оценке заместителя руководителя Департамента стратегического развития Минтопэнерго РФ Л.Марфутова, опубликованной «Росбизнесконсалтингом» 19 июня 2000 г. в Интернете ([www.rbc.ru/freenews.arc/](http://www.rbc.ru/freenews.arc/) 18.32).

<sup>152</sup> Использован индекс IFCG, рассчитываемый по Венесуэле (семейство индексов S&P / International Finance Corporation (Global), рассчитываемых в рамках Emerging Markets Data Base). Публикация в IFC Emerging Market Factbook 1999, а также на сайте [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com).

*Лаг в девять-двенадцать месяцев*, возникавший в корреляционном анализе влияния цен на нефть на фондовые рынки (Россия, Венесуэла), нуждается в *дополнительном объяснении*. Возможно, он связан с форвардным механизмом установления цен на экспорт сырья, а также с периодом времени, который необходим, чтобы экономика, экспортирующая нефть, почувствовала – через денежные потоки, поступающие в страну, - позитивное (негативное) влияние роста (снижения) цен на нефть. Пока ясного понимания природы расхождений во времени динамики нет, это остается предметом дополнительных исследований.

*Государственные ценные бумаги и цены на нефть*. Анализ влияния цен на нефть на конъюнктуру рынка государственных ценных бумаг возможен только на основании временных рядов показателей, заканчивающихся августом 1998 г. После фактического разрушения рынка ГКО – ОФЗ в августе 1998 г., прекращения торгов этими фондовыми ценностями на длительное время подобное исследование стало невозможным (этот рынок стал качественно иным).

Анализ временных рядов показывает, что существует ясно выраженная *зависимость* (см. табл. 1.33) *цен и доходности ГКО от конъюнктуры цен на нефть* (хотя она и слабее связей, определяющих совместное движение стоимости нефти и российских акций). *Коэффициенты корреляции* постоянно превышают значения  $-0,6$ .<sup>154</sup> Все измерения указывают на существование *временного лага в девять месяцев*, как и на рынке акций, между моментами изменения цен на нефть и вызванными ими ценовыми движениями на рынке ГКО.<sup>155</sup>

*Прогнозные выводы*. Рынками будет неизменно поддерживаться *волатильность цен на нефть и газ*. Это как раз тот случай, когда при прогнозе можно и должно экстраполировать, автоматически продлевать тенденцию. «В течение последних 25 лет сопоставимые цены на нефть (в долл. 1998 г.) колебались от 12.1 долл. до 63.3 долл. за баррель. И в будущем можно ожидать хрони-

---

<sup>153</sup> Расчеты показывают, что при любых размерах лага (от 0 до восьми месяцев и свыше девяти месяцев) величина корреляции между ценами на нефть и динамикой курсов акций ослабевает.

<sup>154</sup> Автор выражает благодарность за идею использования индексов семейства ASP Андрею Кобзарю, который произвел расчеты общей взаимосвязи рынка ГКО и рынка акций в рукописи докторской диссертации “The Market for Russian High-Yield Government Debt: 1993-1998” в Университете Намюр, Бельгия. Индекс ASP GKO рассчитывался агентством «Скейт», являлся индексом доходности ГКО (отсюда - отрицательность коэффициента корреляции). Рост цен на нефть оказывает понижающее значение на доходность ГКО (отрицательная корреляция) и, соответственно, растут цены на ГКО. И, наоборот, при понижении цен на нефть отрицательная корреляция проявляется в том, что доходность ГКО растет, а цены на ГКО падают. Временные ряды индекса ASP GKO были расположены в Интернете ([www.skate.ru](http://www.skate.ru), в настоящее время [www.skatefn.com](http://www.skatefn.com)).

<sup>155</sup> Расчеты показывают, что при любых размерах лага (от 0 до восьми месяцев, и свыше девяти месяцев величина корреляции между ценами на нефть и динамикой доходности и курсов ГКО ослабевает).

чески волатильного поведения цен на нефть, обусловленного непредсказуемыми политическими и экономическими факторами».<sup>156</sup>

Таблица 1.33\*

**Корреляционная зависимость цен на ГКО от цен на нефть**

Переменные	20 месячных значений	30 месячных значений	36 месячных значений
Цены на нефть (на конец месяца), %	Декабрь 1994 – июль 1996	Декабрь 1994 – май 1997	Декабрь 1994 – ноябрь 1997
Индекс ASP GKO и фондовый индекс РТС (на конец месяца), %	Сентябрь 1995 – апрель 1997	Сентябрь 1995 – февраль 1998	Сентябрь 1995 – август 1998
Коэффициент корреляции цен на нефть с индексом ASP GKO	- 0.654	- 0.688	- 0.614
Коэффициент корреляции цен на нефть с фондовым индексом РТС	+0.649	+0.862	+ 0.806

\*Цены на нефть на конец декабря 1994 г. = 100, фондовый индекс РТС на начало сентября 1995 г. = 100 и индекс ASP GKO на начало сентября 1995 г. = 100.

Следовательно, *пока российский экспорт зависит от нефти* (а по всем прогнозам на ближайшие 20 лет это именно так), *фондовый рынок России будет столь же волатильным, как и цены на нефть*. При этом прогнозируется стабильность доли России и всего региона бывшего Советского Союза в мировом производстве нефти (как и в 90-е годы, в 2020 г. – 8-10%).<sup>157</sup> Высокой волатильностью будет характеризоваться как рынок акций, так и рынок государственных ценных бумаг, на конъюнктуру которого так же, как и акций (хотя и в более слабой степени), влияют цены на нефть.

При этом более сильная зависимость акций от цен на нефть (см. *табл. 1.33*), чем ГКО от цен на нефть, совпадение временных лагов, с которыми реагируют рынки акций и ГКО на движение рынка нефти, могут указывать на то, что именно российские акции, более чутко улавливая маятник цен на нефть, служат передаточным механизмом ценовых возмущений на ГКО. Это еще одно подтверждение рассмотренной выше роли акций в качестве передаточного механизма возмущений, возникающих на международных финансовых рынках, на внутренний рынок государственных ценных бумаг.

**Будущая динамика цен на нефть.** При всех вариантах, дающихся в разных источниках, сопоставимые цены на нефть, без учета волатильности, прогнозируются в 2005 г. от 15 до 24 долл. 1998 г., в 2020 г. – от 15 до 30 долл.

<sup>156</sup> International Energy Outlook 2000. - Energy Information Administration, U.S.Department of Energy.- March 2000.- P.26.

<sup>157</sup> International Energy Outlook 2000, Appendix D; Материалы Энергетической стратегии России до 2020 г., опубликованные Институтом энергетических исследований РАН на сайте www.eriras.ru.

1998 г. (с постепенным ростом на 0.4% в год).<sup>158</sup> Современными *прогнозами*, основывающимися на анализе долгосрочных изменений в спросе и предложении нефти, *не предполагается долговременная тенденция резкого роста / падения цен на нефть*, которая могла бы существенным образом улучшить / ухудшить финансовое положение России и, соответственно, конъюнктуру фондового рынка. Вместе с тем нелишне напомнить, что никто, как показывает опыт, не может предсказать революционных изменений в технологиях. Известно только, что они обязательно будут. Еще в 1980 г. невозможно было представить качественный переворот в способах жизни людей, который произошел через 15 -20 лет и был связан с появлением Интернета и других информационных технологий. Кроме краткосрочной волатильности, будущая цена на нефть будет изменяться под влиянием долгосрочных циклов, основанных на технологических переворотах.

### ***Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам как фундаментальный фактор***

Как указывалось выше, одной из важнейших *классификаций*, в которой рынки ценных бумаг группируются в соответствии с уровнем индустриального развития экономик, которые они обслуживают, величиной доходов, которые в них генерируются, степенью зрелости финансового сектора в целом и фондовых рынков, в частности, является *деление рынков ценных бумаг на развитые* (developed markets) и *формирующиеся* (emerging markets). Принадлежность рынка конкретной страны, например, России, к развитым или формирующимся в качестве *фундаментального фактора* определяет насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, волатильность и уровень рисков рынков и, в конечной степени, ту роль, которую играет внутри страны фондовый рынок в перераспределении денежных ресурсов на цели инвестиций.

В отношении волатильности этот тезис подтвержден выше (см. *пункт 1.2*, анализ *табл. 1.18*). Насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, их роль в перераспределении денежных ресурсов может быть оценена по индикатору «Капитализация рынка акций» / Валовой национальный продукт» (в процентах). Так, в 1998-2000 гг. распределение рынков по степени насыщенно-

---

<sup>158</sup> International Energy Outlook 2000, P.39.

сти хозяйственного оборота ценными бумагами выглядело следующим образом (табл. 1.34).

Очевидно (см. табл. 1.34), что для основной части развитых рынков характерна капитализация выше 40 - 60% ВВП / ВВП, для большинства формирующихся рынков – ниже 40 - 60% ВВП / ВВП. В 2000 г. примерно 77% развитых рынков акций имели капитализацию более 60% ВВП (более 60% рынков имели капитализацию более 80% ВВП). И, наоборот, более чем на 60% формирующихся рынков капитализация не превышала 30% ВВП, более 80% указанных рынков имели капитализацию не выше 40% ВВП.

Таблица 1.34\*

**Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами**

Капитализация фондового рынка / ВВП (ВВП = 2000), %, (по внутренним эмитентам)	1998		2000	
	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Развитые рынки	Формирующиеся рынки
0-5		Армения, Бангладеш, Болгария, Гватемала, Доминиканская Республика, Румыния		Румыния, Словакия
>5-10		Боливия, Венесуэла, Гондурас, Замбия, Иран, Латвия, Литва, Нигерия, Пакистан, <b>Россия</b> , Эквадор		Венесуэла, Ливан, Пакистан, Бангладеш, Украина, Шри - Ланка, Эквадор
>10-20	Австрия	Аргентина, Ботсвана, Гана, Зимбабве, Кения, Колумбия, Коста-Рика, Кот-д'Ивуар, Ливан, Перу, Польша, Словения, Тунис, Турция, Хорватия, Чехия	Австрия	Индонезия, Кения, Колумбия, Кот-д'Ивуар, Литва, Намибия, Нигерия, Польша, <b>Россия</b> , Словения, Тунис, Хорватия
>20-30		Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Индонезия, Кипр, Китай, Мексика, Ямайка		Венгрия, Гана, Египет, Марокко, Таиланд, Перу, Чехия
>30-40	Исландия, Норвегия	Израиль, Корея, Оман, Панама, Саудовская Аравия, Таиланд	Новая Зеландия	Бразилия, Зимбабве, Индия, Корея, Латвия, Маврикий, Мексика, Филиппины, Эстония
>40-60	Германия, Дания, Италия, Новая Зеландия	Маврикий, Марокко, Португалия, Филиппины	Дания, Норвегия, Португалия	Аргентина, Израиль, Китай, Тринидад и Тобаго
>60-80	Ирландия, Испания, Франция, Япония	Греция, Иордания, Кувейт, Чили	Германия, Италия, Япония	Иордания
>80-100	Австралия, Бельгия, Канада		Австралия, Ирландия, Бельгия, Испания	Чили
>100 -150	Сингапур, Финляндия, Швеция	Малайзия, ЮАР	Канада, Франция, Швеция	Малайзия
>150	Великобритания, Люксембург, Нидерланды, США, Гонконг, Швейцария		Великобритания, Люксембург, Нидерланды, Сингапур, США, Гонконг, Швейцария	ЮАР
Итого рынков	23	58	22	45

\*Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1999), S&P / IFC Emerging Stock Markets Review January 2001, FIBV Annual Report 2000, IMF World Economic Outlook May 2001. В 1998 г. рынок ценных бумаг Португалии входил в категорию формирующихся рынков, позже был переведен в международных классификациях (S&Poor's / IFC) в категорию развитых рынков.

Распределение рынков в процентном выражении в 1996 - 1998 гг. приведено в *приложении 2*. В 1998 г. примерно 70% развитых рынков акций имели капитализа-

цию более 60% ВВП (более 50% рынков имели капитализацию более 80% ВВП). И, наоборот, более чем на 70% формирующихся рынков акций капитализация не превышала 30% ВВП. Эти выводы в основных чертах соответствуют измерениям насыщенности ценными бумагами на конец 1996 г. (год повсеместного роста курсов акций, прежде всего, на формирующихся рынках, который предшествовал кризисам 1997-1998 гг.). В 1996 г. (как это следует из расчетов по 50 формирующимся и 19 развитым фондовым биржевым рынкам, приведенным в *приложении 2*), более 50% формирующихся рынков имели уровень капитализации до 20% ВВП и только 4% - выше 100% ВВП. И, наоборот, ни один индустриальный рынок не имел уровень капитализации ниже 20% ВВП; для более 50% фондовых рынков индустриальных стран характерна капитализация выше 60% ВВП; 37% таких рынков обладают капитализацией выше 100%.

Таким образом, *формирующиеся рынки*, к которым относится и *Россия*, характеризуются *низкой насыщенностью хозяйственного оборота ценными бумагами* (и, соответственно, ограниченной способностью к перераспределению денежных ресурсов). И, наоборот, чем более глубоким и развитым является фондовый рынок (как и финансовый рынок в целом), чем полнее собираются и перераспределяются денежные ресурсы, тем выше темпы экономического роста и более индустриальный характер носит национальная экономика.<sup>159</sup>

Для *России* значение индикатора «Капитализация рынка акций / ВВП» в 1998 г. составляло **7.4%**, в 2000 г. («Капитализация рынка акций / ВВП) – **15.8%**. В России в 1995 – 2000 гг. капитализация рынка акций никогда не превышала 20% ВВП, что отражало тот факт, что *российский рынок находится в группе формирующихся рынков* (см. *табл. 1.35*). Лишь подъем рынка в ноябре-декабре 2001 г. привел к тому, что этот показатель преодолел 20-процентный барьер.

*Таблица 1.35\**  
**Насыщенность ценными бумагами хозяйственного оборота в России**

Показатели	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Капитализация рынка акций РТС, млрд. долл.	14.0	36.0	72.0	11.0	20.0 (октябрь)	34.5	69.3	93 (оценка)
Валовой внутренний продукт в текущих ценах, млрд. долл.	338.5	420.1	435.9	278.0	184.6	251.1	310.0	345.4 (оценка)
Капитализация / ВВП, %	4.1	8.6	16.5	4.0	10.8	13.7	22.4	26.9

\*Расчитано по данным IMF International Financial Statistics, Госкомстата России, IMF World Economic Outlook Database September 2002 (данные за 2000 – 2002 гг.), РТС.

Сам факт принадлежности к формирующимся рынкам, факт соответствия их параметрам предполагает, что с высокой вероятностью (примерно 60%) капитализация рынка акций в России не будет превышать 30%

<sup>159</sup> Подробное исследование в этой области проведено Мировым банком на рубеже 90-х гг. См. World Development Report, выпущенный Мировым банком в 1989 г.

ВВП, а с вероятностью 80% - не более 40% ВВП. (см. *табл. 1.34, приложение 2*). Это *объективные границы российского рынка по насыщенности ценными бумагами (не более 30-35% ВВП)*, по привлечению денежных ресурсов и перераспределению их на цели инвестиций. Но в то же время преодоление этих границ должно стать одной из целей развития российского рынка ценных бумаг, обусловит его переход в категорию более зрелых формирующихся рынков, а затем – развитых рынков ценных бумаг.

### ***Влияние рынков – лидеров и взаимозависимость формирующихся рынков***

***Зависимость от динамики рынка акций США.*** Рынок США доминирует по отношению не только к формирующимся рынкам, но и к рынкам ценных бумаг индустриальных стран (см. *табл. 1.36*). Хотя после десятилетия опережающего развития формирующихся рынков его доля в мировой капитализации рынков акций уменьшилась с 53.1% в 1980 г. до 41.9% в 1996 г. (что сохраняет доминантность), кризис 1997-1998 гг. вернул ситуацию к исходной – в 1998 – 2001 гг. доля рынка США в мире вновь возросла до 50 – 50.5%.

*Таблица 1.36\**

#### ***Роль США в формировании мировых рынков ценных бумаг***

Показатели	1980	1996	1998	2001
Доля США в капитализации рынков акций развитых стран, %	53.0	47.3	53.8	55.5
Доля США в капитализации рынков акций всего мира, %	53.1	41.9	50.1	50.5

\*Данные на конец года, Emerging Markets Factbook 1994 – 1999. Расчеты за 2001 г. по данным, приведенным Б.Б.Рубцовым в кн.: Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – С.23.



Доминирующее влияние проявляется прежде всего, в момент рыночных шоков. Негативная конъюнктура, возникшая на Нью-Йоркской фондовой бирже или в NASDAQ, немедленно распространяется на рынки других стран. И, наоборот, быстрое повышение фондовых индексов в США вызывает повсеместный рост курсов ценных бумаг. Например, в 1929 г. «крах рынка акций в Нью-Йорке был продолжен на фондовых рынках Европы... Падение на 32% цен на акции в Нью-Йорке (в декабре по отношению к средним ценам в сентябре)... было продолжено снижением цен на акции в Канаде на 33%... в Бельгии на 30%, а также вызвало эхо на других рынках, в том числе в Великобритании – на 16%, в Нидерландах – на 15%, в Германии – на 14%, во Франции – на 11%, в Швейцарии – на 10%, в Швеции – на 8%».<sup>160</sup>

Рыночные шоки на рынке акций США являются доминирующими и во влиянии на капитализацию российского рынка акций, передавая возмущения с рынка акций США на внутренний фондовый рынок России. Примером такой взаимосвязи является 2000 год, *когда коэффициент корреляции между указанными рынками достиг 0.945* (в 1999 – 2000 гг. коэффициент взаимосвязи рынков был равен 0.895).<sup>161</sup> Фактически это функциональная зависимость капитализации рынка акций России от динамики рыночной стоимости акций на фондовом рынке США.

*Связь с латиноамериканскими рынками.* На длинных динамических рядах российский рынок акций обнаруживает значительные совпадения с динамикой капитализации рынков Латинской Америки (*табл. 1.37*).

Таблица 1.37\*

*Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Латинской Америки*

	Бразилия	Венесуэла	Аргентина	Перу	Чили	Мексика
Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (декабрь 1995 – декабрь 2000)	0.9017	0.892	0.7301	0.575	0.530	0.508

\*Расчеты сделаны за 2000 г. по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995-2000 гг. и опубликованным в Интернете на сайте MSCI.

Соответственно, наиболее *сильная корреляция* наблюдается при *сравнении динамики фондовых рынков России и Бразилии*. Выше (см. пункт 1.2) уже указывалось на значительные совпадения экономических показателей этих стран и на склонность инвесторов рассматривать Россию и Бразилию как схо-

<sup>160</sup> Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. – P. 359.

<sup>161</sup> Расчеты сделаны за 2000 г. по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов Morgan Stanley Capital International, рассчитанным для России и США, за 1999-2000 гг. – по месячным значениям указанных индексов (www.msci.com).

жие объекты инвестирования средств в акции. Взаимосвязь между указанными рынками проявилась и в период финансового кризиса в России в августе 1998 г. Немедленно за его наступлением иностранные инвесторы начали массовую ликвидацию портфельных инвестиций на рынке Бразилии, превращая их в долларовую наличность. Масштабное бегство капитала привело к острому финансовому кризису (крах рынка акций, девальвация национальной валюты, обесценение бразильских облигаций – вслед за российскими – на внешних рынках, падение золотовалютных резервов и т.п.). Одним из предполагаемых каналов взаимосвязи были операции германских банков, которые вслед за потерями в России закрывали свои позиции в Бразилии, восстанавливая ликвидность.<sup>162</sup>

Резкое усиление связи с российским рынком в кризисном 1998 г. показали и *другие рынки Латинской Америки* (см. *табл. 1.38* в сравнении с *табл. 1.37*). Корреляция рынков имеет значительно более высокие значения в периоды кризиса, чем при стабильной ценовой конъюнктуре на фондовых рынках.

*Таблица 1.38\**

*Усиление связи динамики рынков ценных бумаг России и стран Латинской Америки в кризисный период*

Показатели	Бразилия	Венесуэла	Аргентина	Перу	Чили	Мексика
Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами России и других формирующихся рынков (январь 1998 – декабрь 1998)	0.956	0.934	0.917	0.851	0.939	0.947
Для справки: коэффициенты корреляции, рассчитанные в табл. 1.37	0.9017	0.892	0.7301	0.575	0.530	0.508

\*Расчеты сделаны по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995-2000 гг. и опубликованным в Интернете на сайте MSCI.

*Воздействие азиатских и других формирующихся рынков в моменты рыночных шоков.* Выше уже указывалось (см. *пункт 1.2*) на примере Индонезии и России, что рынки, мало связанные друг с другом или даже имеющие противоположную ценовую динамику, способны к масштабным воздействиям друг на друга в период рыночных шоков, демонстрируя цепную реакцию ухода инвесторов из всего пространства формирующихся рынков. Так, конъюнктура российского рынка акций обнаруживает в обычных условиях мало связей с формирующимися рынками Азии и Европы (см. *табл. 1.39 - 1.40*, строки с данными за 1995 – 2000 гг.). Ценовая конъюнктура рынков формируется асинхронно. Вместе с тем в условиях повышенной волатильности в 1998 г.,

<sup>162</sup> Baig T., Goldfain I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. – Wash.: International Monetary Fund. – Working Paper WP/00/160. – October 2000. – 48 p.

когда отдельные формирующиеся рынки испытывали рыночные шоки, риски и бегство капитала немедленно переносились международными инвесторами на другие рынки. В кризисный 1998 г. российский рынок оказался связан фактически функциональной зависимостью (см. *табл. 1.39 - 1.40*, строки с данными за 1998 г.) с большинством рынков, динамика которых обычно автономна от него.

*Таблица 1.39\**

**Связь динамики рынков ценных бумаг России и стран Азии**

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами	Взаимосвязь рынка акций России с рынками Азии								
	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Сингапур	Филиппины	Индия	Пакистан	Тайвань	Корея
Россия – 1995-2000 (декабрь 1995 – декабрь 2000)	0.180	0.165	-0.189	0.031	-0.020	0.345	0.5205	0.690	-0.188
Россия – 1998 (январь 1998 – декабрь 1998)	0.718	0.940	0.735	0.737	0.580	0.934	0.899	0.885	0.082

\*Расчеты сделаны по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995-2000 гг. и опубликованным на сайте MSCI в Интернете.

**Конкуренция национальных рынков**

Анализ объемов российского рынка ценных бумаг (*пункт 1.2*) показал, что он находится на 27-32-ой позициях среди других рынков при их сравнении по критериям объема обращения и рыночной стоимости ценных бумаг. При этом потенциал российского фондового рынка с точки зрения размеров экономики, которую он обслуживает, оцененности финансовых активов значительно выше в сравнении с показателями конца 90-х годов и 2000 - 2001 гг.

*Таблица 1.40\**

**Связь динамики формирующихся рынков ценных бумаг России и стран Европы**

Коэффициенты корреляции между фондовыми индексами	Взаимосвязь рынка акций России с рынками Европы			
	Польша	Венгрия	Чехия	Турция
Россия – 1995-2000 (декабрь 1995 – декабрь 2000)	0.435	0.369	0.163	0.354
Россия – 1998 (январь 1998 – декабрь 1998)	0.813	0.775	0.491	0.850

\*Расчеты сделаны по месячным (январь – декабрь) значениям семейства индексов MSCI, рассчитанным для России и соответствующих стран за 1995-2000 гг. и опубликованным на сайте MSCI в Интернете.

В этой связи была поставлена проблема конкуренции национальных рынков ценных бумаг за инвестиции, в частности, России против стран Центральной и Восточной Европы, России в сопоставлении с рынками Китая и Бразилии. Конкурентность и, соответственно, неравномерность развития фондовых рынков демонстрируется *табл. 1.41*, обобщающей данные по наиболее **крупным национальным рынкам акций**. Анализ *табл. 1.41* показывает следующее:

-крайнюю *неравномерность развития, жесткость конкуренции, нестабильность долей рынков*, занимаемых отдельными странами. Ежегодные перепады величины капитализации - для развитых рынков десятки процентов, для формирующихся рынков - десятки, сотни и даже тысячи процентов;

-*долгосрочные тенденции*, имеющие 10-13-летнее измерение. Например, в течение этого времени наиболее быстро увеличивали свою рыночную нишу развитые рынки акций Франции, Испании, Гонконга, формирующиеся рынки Индонезии, Китая, Турции, Мексики. В ряде стран стабильно наблюдались темпы развития рынков акций, опережающие средние, что обеспечивало им устойчивый рост рыночных ниш среди развитых (Швейцария, Германия, США) или формирующихся рынков (Бразилия, Индия). И, наоборот, *ряд рынков* в 1987 – конце 90-х годов *утрачивал свои позиции*, сокращались – относительно других рынков – их доли в совокупном объеме привлекаемых инвестиционных ресурсов (Япония, Канада, Тайвань, Южная Корея, и в последние годы – Малайзия);

Таблица 1.41\*

**Конкурентность развития национальных рынков акций**

Страны	Динамика капитализации биржевых фондовых рынков (1987= 100), %									
	1987	1989	1991	1993	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<b>Развитые фондовые рынки</b>										
<i>Всего, в т.ч.</i>	100	146.3	139.1	164.4	211.4	241.5	284.2	340.7	н / д	н / д
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу										
Гонконг	100	143.2	225.5	712.0	561.1	830.8	763.4	634.2	1124.3	1154.4
Франция	100	212.1	202.4	265.1	303.5	343.6	392.0	576.3	879.4	841.0
Испания	100	172.9	207.7	167.1	277.8	341.1	407.9	564.9	609.8	708.2
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу										
Швейцария	100	133.0	135.3	211.4	337.4	312.8	447.7	536.3	529.8	616.6
Германия	100	171.4	184.6	217.4	270.8	314.8	387.3	513.4	676.6	595.9
США	100	135.4	157.9	198.4	264.9	327.7	436.8	519.6	578.2	578.1
Рынки, имеющие устойчивую рыночную нишу, с темпами роста, соответствующими средним										
Великобритания	100	121.4	145.1	169.4	206.8	255.6	293.2	348.7	411.6	378.6
Рынки, теряющие рыночную нишу										
Канада	100	133.1	122.0	149.2	167.4	222.2	259.4	248.3	360.7	351.9
Япония	100	156.7	111.7	107.0	130.8	110.2	79.1	89.1	162.7	115.3
<b>Формирующиеся фондовые рынки</b>										
<i>Всего, в т.ч.</i>	100	224.6	259.8	493.5	582.3	711.6	672.1	582.9	н / д	н / д
Рынки, быстро увеличившие свою рыночную нишу										
Индонезия	100	3308.8	10029.4	48455.9	97919.1	133847	42801.0	32500.0	94176.5	39426
Китай	-	-	100	2000.0	2073.7	5609.2	10175.0	10100.0	13620.9	н / д
Турция	100	210.6	487.5	1164.0	644.9	932.3	1896.0	1044.4	3521.3	2163.3
Мексика	100	269.0	1173.0	2397.4	1083.2	1272.9	1870.8	1096.0	1839.9	1496.0
Рынки, постепенно увеличивающие свою рыночную нишу										
Бразилия	100	262.5	253.0	588.2	873.3	1284.0	1511.8	952.0	1348.8	н / д
Индия	100	160.0	279.6	574.4	745.6	718.8	753.2	616.2	1143.7	н / д
Рынки, утрачивающие рыночную нишу (среди формирующихся рынков)										
Малайзия	100	215.0	316.8	1190.8	1203.7	1657.7	505.9	532.6	755.5	611.0
Тайвань	100	487.6	257.0	401.6	385.2	562.6	592.2	535.0	774.2	509.2
Южная Корея	100	428.3	293.0	423.7	553.2	421.9	127.2	348.0	930.1	451.0

<i>Всего мировые фондовые рынки</i>	100	149.6	144.2	178.3	227.1	260.7	300.6	260.7	н / д	н / д
-------------------------------------	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

\* Emerging Stock Markets Factbooks (1997, 1999).- Wash.: International Finance Corporation, 1997 – 1999. Данные за 1999 – 2000 гг. получены по данным FIBV (по тем странам, по которым данные баз S&Poor's / IFC и FIBV совпадают). Оценка по США за 1999 – 2000 гг. дана на основе динамики рыночной стоимости ценных бумаг, обращающихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, по Японии за 1999 – 2000 гг. – по Токийской фондовой бирже, по Индии за 1999 год – по Бомбейской бирже в сумме с Национальной фондовой биржей.

**-ускоренное развитие «пустых» небольших рынков** (например, Китай, Индонезия), если это подкрепляется ростом национальной экономики, молодых агрессивных финансовых площадок, проводящих жесткую конкурентную политику, а также рынков, на которых концентрируется внимание инвесторов (в 1987-1996, 1999 гг. - азиатские рынки);

**-краткосрочные эффекты** - например, взрывной рост объема капитализации в Испании и Гонконге (1993 г.), в Турции (1999 г.), колебания рынка в Малайзии в 1993- 1997 гг., быстрое увеличение размеров рынка в США в 1996-1999 гг., в Тайване и Южной Корее в конце 80-х годов;

-конкурируя друг с другом, рынки и их группы способны испытывать **противоположную динамику** (уход инвесторов в конце 1997 –1998 гг. с формирующихся рынков и повсеместный рост развитых рынков, в первую очередь, США). Важен и **региональный аспект конкуренции**, например, в 1997-1998 гг. европейские формирующиеся рынки (кроме стран СНГ) были затронуты кризисом в меньшей степени, чем азиатские и латиноамериканские. Выше (**пункт 1.2**), при анализе рыночного риска, уже указывалось, что конъюнктура фондовых рынков во многом зависит от того, насколько они близки по степени зрелости к развитым рынкам. Рынки могут демонстрировать противоположную динамику (более зрелые - расти или быть более устойчивыми в сравнении с рынками, которые воспринимаются инвесторами как обладающие низкой степенью развития при высоком риске, предназначенные исключительно для спекуляции). Практика реализации рыночного риска в 1997 –1998 гг. доказала это положение.

Таким образом, величина предложения денежных ресурсов, направляемых на российский рынок ценных бумаг, при прочих равных зависит: **а)** от конкурентоспособности всех формирующихся рынков как группы (к которой принадлежит и Россия) в сравнении с развитыми рынками; **б)** от инвестиционной привлекательности региона Центральной и Восточной Европы в сравнении с формирующимися фондовыми рынками Азии, Латинской Америки, побережья Европы (Греция, Турция), Ближнего Востока (Израиль); **в)** от сравнительной

конкурентоспособности фондового рынка России против Польши, Чехии, Венгрии и других стран Центральной и Восточной Европы, стран Балтии; *з*) от способности России конкурировать с другими крупными формирующимися рынками, с которыми она сопоставляется (Бразилия, Индонезия, Китай, Малайзия, Индия, Южная Африка и т.п.); *д*) от того, насколько зрелым будет представляться фондовый рынок России в сравнении с другими формирующимися рынками.

### **Конкурентоспособность российского фондового рынка**

При доминировании иностранных инвесторов факторы, действующие внутри страны (см. *рис. 1* в *пункте 1.1*), имеют значение для конъюнктуры акций только в том смысле, в каком они формируют инвестиционные ожидания нерезидентов, влияют на конкурентоспособность российского рынка в сравнении с другими фондовыми рынками. Чем выше конкурентоспособность, тем больше денег приходит на рынок, тем выше оцененность и устойчивость рынка, его объем, тем ниже риски, лучше ликвидность, больше долгосрочных инвесторов.

В настоящее время (см. *пункт 1.2*) российский рынок является одним из самых волатильных в мире. Это показывает, что иностранные инвесторы пока рассматривают его как объект инвестиций, обладающий наибольшими рисками и, следовательно, очень низкой конкурентоспособностью. Сопоставления стран, проводимые финансовой прессой, исследовательскими центрами и рейтинговыми агентствами дают следующие результаты (см. *табл. 1.42*).

**Таблица 1.42\***

#### **Оценки конкурентоспособности российского фондового рынка, данные инвесторами индустриальных стран**

Оценка уровня конкурентоспособности стран, International Institute for Management Development (Швейцария)	Оценка уровня текущей конкурентоспособности Мировым экономическим форумом	Оценка странового риска журналом "Euromoney"	Оценка риска рейтинговым агентством "Standard & Poor's"	Индекс экономической свободы, Heritage Foundation, Wall Street Journal	United Nations Human Development Reports 2001, 2002	Индекс коррумпированности Transparency International
Россия занимает из 49 оцениваемых стран: 43 место – апрель 2002 г., 45 место – апрель 2001	Россия занимает 64 место из 80 оцениваемых стран – декабрь 2002 г. 63-е место из 75 оцениваемых стран - октябрь 2001 г.	Россия занимает 97-е место среди стран по уровню странового риска (март 2001 г.)	Россия занимает 85-е место из 87 стран, имеющих суверенный долгосрочный рейтинг (апрель 2001 г.)	Россия занимает 127-е место из 155 стран (2001 г.), 135-е из 155 стран (2003 г.)	Россия занимает 60-е место по индексу развития человеческого фактора (2002 г.), 62-е место (2001 г.)	Россия занимает 74-е место из 102 позиций (август 2002 г.), 84-е место из 90 позиций (апрель 2001 г.)

\*Данные International Institute for Management Development – [www.imd.ch](http://www.imd.ch), рейтингового агентства "Standard & Poor's" – [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com) (Sovereign Ratings List, 11.04.01), Heritage Foundation – [www.heritage.org](http://www.heritage.org), неправительственная организация Transparency International (проект расчета индекса является совместным с Геттингенским университетом) – [www.gwdg.de](http://www.gwdg.de),

В той мере, в какой внутренняя экономическая и социальная ситуация в стране, поток позитивной информации будут способствовать улучшению имиджа России, переходу на более высокие позиции в шкале ценностей и приоритетов инвесторов, будут прирастать объем и снижаться волатильность отечественного фондового рынка в сравнении с другими рынками – конкурентами.

**Низкая конкурентоспособность** российского фондового рынка, как внешний фактор, жестко определяющий объем и структуру рынка, приводит к формированию ряда причинно-следственных связей, воздействующих на динамику его развития: а)уход торговой активности на западные фондовые рынки, проигрыш российского внутреннего рынка в конкуренции за операции с российскими акциями; б)дефицит прямых инвестиций, преобладание краткосрочных вложений над долгосрочными, высокая доля инвестиций спекулятивного характера; в)зависимость внутреннего рынка акций от преимущественно спекулятивных иностранных инвесторов; г)отток российских инвесторов с внутреннего рынка, с обращением своих вложений в фондовые ценности нерезидентов на рынках индустриальных стран.

### ***Уход торговой активности на западные фондовые рынки***

Одной из фундаментальных трудностей российского рынка акций является уход торговой активности и российских инвесторов на Запад, зависимость внутренних рынков от внешних. Для каждого брокера – дилера, работающего в России, для отечественных торговых систем - это вопрос «быть или не быть» бизнесу, его объема, его устойчивости, структуры спроса, доходов, которые возможно или невозможно получить. В 1999 г. биржевой оборот по депозитарным распискам на российские акции за рубежом более чем в 3 раза превосходил оборот по акциям внутри страны.<sup>163</sup> В 2000-2001 гг. превышение оборота

---

<sup>163</sup> По данным Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе биржевой оборот в Германии по депозитарным распискам на российские акции составил 8.7 млрд. евро, в Великобритании – 6.4 млрд. евро, в США – 1.4 млрд. евро (оборот в России – 5.7 млрд. евро). См. «Аналитическую записку..», подготовленную Департаментом государственного и муниципального имущества г. Москвы, Департаментом экономической политики и развития г. Москвы, Московским региональным отделением ФКЦБ России, к проекту постановления Правительства Москвы "О работе по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг и использовании новых финансовых инструментов для повышения эффективности экономики города", Москва, 6 июня 2000 года.



внешних рынков над внутренним в значительной мере сохранилось (анализ см. ниже).

**Зависимость формирующихся рынков от рынков АДР – ГДР в индустриальных странах.** Известно, что в моменты кризиса на ряде бирж в Латинской Америке не начинаются торги до тех пор, пока не будут открыты рынки США и не будет установлен новый уровень цен на акции эмитентов из соответствующих стран. **Причина – масштабная зависимость внутренних рынков акций от рынков АДР - ГДР на эти акции в США (табл. 1.43).**

**Таблица 1.43\***

**Соотношение рынков АДР - ГДР и внутренних рынков акций стран Латинской Америки**

Страны	Объем сделок с АДР- ГДР на биржевых рынках США / Объем сделок с акциями на внутренних биржевых рынках, % (по FIBV)					
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Аргентина	38.0	47.1	76.6	168.1	н/д	н/д
Бразилия	6.5	14.6	28.6	59.6	70.0	63.7
Мексика	139.2	139.1	233.0	113.6	129.5	57.0
Чили	91.8	150.0	265.9	144.9	н/д	н/д

\*Данные на конец периода, рассчитано по сборникам «Depository Receipts (ADRs and GDRs) Market Review» (1996 – 2001), выпускаемым Bank of New York ([www.adrbny.com](http://www.adrbny.com)), а также на основании данных FIBV. При расчете показателей за 2001 г. использованы данные об объеме сделок с акциями на внутренних биржевых рынках за 11 месяцев.

Как видно из **табл. 1.43**, реально существуют **внутренние рынки акций, оборот которых сопоставим (Бразилия) или даже существенно меньше (Чили, Аргентина, Мексика до 2001 г.) оборотов рынка депозитарных расписок на эти акции.** При этом **рынки депозитарных расписок могут расти быстрее, чем внутренние рынки акций** (см. динамику по годам соотношения внутренних рынков акций и внешних рынков АДР и ГДР в **табл. 1.43**), инвесторы в Европе и США действуют на них в удобных и безопасных для себя условиях и, соответственно, **торговая активность перемещается** с южноамериканских формирующихся рынков на фондовые рынки индустриальных стран. Если это происходит, внутренние рынки акций становятся всё более зависимыми, производными от внешних рынков АДР и ГДР.

Это означает, что **ситуация 1999-2000 г. г. – значительное превышение объема рынка АДР на российские акции над внутренним рынком акций – может быть, не случайна.** Она характерна для ряда формирующихся рынков,

прежде всего, латиноамериканских, и отражает *уже сложившийся, производный характер рынка акций в России*, его зависимость от спроса и предложения на внешних рынках АДР. Мониторинг конкуренции рынков в 1999 – 2001 гг.<sup>164</sup>, объектом которой являются российские акции, дает следующие результаты.

**Послекризисная динамика выпуска АДР на российские акции.** Объем выпуска АДР на российские акции восстанавливается, *растет и сейчас достиг предкризисного уровня* (см. табл. 1.44), занимая достойное место наряду с выпусками АДР латиноамериканских стран (удельный вес которых в количестве программ АДР также увеличивается).<sup>165</sup>

Таблица 1.44\*

**Доля отдельных стран Латинской Америки и России в программах выпуска депозитарных расписок, %**

Количество программ выпуска депозитарных расписок	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Всего	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
В том числе доли отдельных стран, %						
Бразилия	3.5	3.6	4.4	5.0	5.0	5.0
Чили	1.5	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
Мексика	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>Россия</b>	<b>&lt;1.0</b>	<b>1.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>

\*Данные на конец периода, рассчитано по сборникам «Depository Receipts (ADRs and GDRs) Market Review» (1996 – 2001), выпускаемым Bank of New York ([www.adrbny.com](http://www.adrbny.com)).

**Распределение торговой активности по отечественным акциям между Россией и Западом.** Как следует из табл. 1.45, в 2000 г. объем сделок с российскими акциями увеличился в 2.2 раза (до 50.9 млрд. долл.). *Доля российских торговых систем выросла до 42%* (1999 г. – 25.1%), их обороты по акциям увеличились в 3.7 раза. В 2001 г. продолжился опережающий рост внутреннего рынка, объем совершенных на нем сделок с акциями составил уже 55.2% от суммарного оборота по российским акциям на внутренних и внешних рынках.

Рост монетизации в 1999 – 2001 гг., приток валюты в связи с повышением цен на нефть, расширение доходной базы отечественных инвесторов приве-

<sup>164</sup> По данным, опубликованным в Интернете торговыми системами: ММВБ, РТС, МФБ, Deutsche Boerse (Германия, в целом по всем биржам, входящим в систему Немецкой биржи), LSE, включая SEAQ (Великобритания), NYSE, PORTAL (США). Таким образом, мониторингом охвачены все крупнейшие организованные рынки российских акций и депозитарных расписок на них (по оценке, более 95% оборота). Данные пересчитаны в доллары США по курсам за 1999 г. 1 ф. ст. = 1.62 долл., 1 евро = 1.07 долл., за 2000 г. 1 ф. ст. = 1.52 долл., 1 евро = 0.92 долл., за 2001 г. 1 ф. ст. = 1.445 долл., 1 евро = 0.896 долл. Данные за 2000 г. подобраны аспирантом Финансовой академии при Правительстве РФ М. Ковригиным.

<sup>165</sup> В отличие от депозитарных расписок, выпущенных на акции Аргентины, Бразилии, Мексики и Чили, АДР на российские акции обращаются преимущественно во внебиржевом обороте США, что делает затруднительным непосредственное сравнение латиноамериканского и российского рынков.

ли к росту внутреннего спроса на акции и, соответственно, рыночной ниши российских бирж в сравнении с западными. Итогом 2000 г. стало «всего лишь» 1.4-кратное превышение емкости внешнего рынка над внутренним – вместо 3-кратного превышения в 1999 г. (см. *табл. 1.45*). В 2001 г. внутренний рынок российских акций впервые за многие годы стал больше по обороту внешнего рынка депозитарных расписок на эти акции.

*Таблица 1.45\**

**Соотношение рынков АДР и внутреннего рынка российских акций**

Страна	Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями, в т.ч. в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка российских акций, в т.ч. депозитарных расписок на них, %		
		1999	2000*	2001	1999	2000*	2001
Россия	ММВБ, РТС, МФБ	5.73	21.36	29.07	25.1	42.0	55.2
Германия	Deutsche Boerse (Франкфурт, Берлин)	9.31	10.27	3.66	40.8	20.2	7.0
Великобритания	LSE (включая SEAQ International)	6.22	15.31	18.46	27.2	30.0	35.0
США	NYSE, PORTAL	1.58	3.95	1.50	6.9	7.8	2.8
Всего	х	22.84	50.89	52.69	100.0	100.0	100.0

\*Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

Возможно ли говорить о том, что тенденция перемещения на Запад торговой активности по российским акциям сменилась в 2000-2001 гг. на обратную?

Во-первых, 2001 г. может оказаться нехарактерным. В этом году упали обороты рынков депозитарных расписок на акции любой национальной принадлежности, сокращение сделок на депозитарные расписки российских компаний определялось общей тенденцией. Объем сделок с депозитарными расписками, прошедшими через Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE) и PORTAL, в 2001 г. сократился на 40%, через Лондонскую фондовую биржу (LSE) – на 9.3%.<sup>166</sup>

Во-вторых, ответ может быть дан только на основе факторного анализа того, за счет каких торговых систем и каких акций получено новое распределение торговой активности по российским акциям между Западом и Россией.

**Распределение торговой активности внутри России.** В 2000-2001 гг. углубился разрыв в объемах торгов между ММВБ и РТС (см. *табл. 1.46*), с

<sup>166</sup> Рассчитано по Bank of New-York Depository Receipts (ADRs and GDRs) 2001 Year-End Market Review ([www.adrbny.com](http://www.adrbny.com)), London Stock Exchange: Secondary Market Fact Sheet, December 2000 – 2001 ([www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)).

каждым кварталом увеличивалась доля ММВБ на внутреннем рынке акций, с 52.7% в 1999 г. до 89.1% в ноябре 2001 г. Соответственно, в 3.6 раза стал меньше вес РТС. Резко сократилась рыночная ниша МФБ – с 9.0% в 1999 г. до 0.3% оборотов российского рынка в ноябре 2001 г.

**Таблица 1.46\***

**Распределение оборотов по сделкам с акциями между российскими фондовыми биржами**

Период	Структура оборотов по сделкам с российскими акциями, %			
	ММВБ	РТС	МФБ	Итого
1999	52.7	38.3	9.0	100.0
1 квартал 2000	62.7	32.6	4.7	100.0
2 квартал 2000	70.1	27.5	2.4	100.0
3 квартал 2000	75.2	22.9	2.0	100.0
Октябрь – ноябрь 2000	77.4	20.1	2.5	100.0
Ноябрь 2001	89.1	10.6	0.3	100.0
Август 2002	89.9	9.94	0.16	100.0

\*По данным ММВБ.

Очевидно, что именно *за счет ММВБ*, беспрецедентного роста оборотов на этой бирже состоялся в 2000 - 2001 гг. “возврат” торговой активности в Россию. Объем торгов на ММВБ за 2000 г. вырос в сравнении с 1999 г. более чем в 5 раз при том, что размеры всего рынка отечественных акций (российские + зарубежные торговые системы) увеличились в 2.2 раза. В 2001 г. рост рынка акций ММВБ продолжился (на 43.9%) при том, что весь рынок российских акций, включая его зарубежный сегмент, увеличился лишь на 3.5%.

В 2000 г. ММВБ достигла *сопоставимой величины* с биржами Центральной и Восточной Европы (объем торгов по акциям на ММВБ достиг в 2000 г. 17.0 млрд. долл. (см. выше *табл. 1.3*), при этом по данным FIBV в 2000 г. оборот по акциям составил по Варшавской фондовой бирже – 24.0 млрд. долл., по Венской фондовой бирже – 11.0 млрд. долл., в Праге – 6.7 млрд. долл., в Будапеште – 14.0 млрд. долл.). В 2001 г. в связи со спадом на зарубежных рынках акций обороты на ММВБ значительно превысили показатели бирж Центральной и Восточной Европы.

Что произошло на ММВБ, какие факторы, связанные с ее деятельностью, привели к глубоким структурным изменениям на рынке российских акций?

*Распределение торговой активности по акциям РАО ЕЭС.* Анализ показывает (см. *табл. 1.47*), что *основным фактором*, вызвавшим в 1999 – 2001 гг. беспрецедентное перераспределение торговой активности между Россией и Западом, а также на внутреннем рынке между ММВБ, РТС и МФБ,

был *многократный – в 7.3 раза - рост оборотов по акциям РАО ЕЭС на ММВБ*. На остальных торговых площадках объем операций с акциями РАО ЕЭС несопоставим с ММВБ (в РТС они были в 14.3 раз меньше). Рынок акций РАО ЕЭС, сформированный ММВБ, занимает рыночную долю в размере 92.2% всех оборотов по этим акциям (см. *табл. 1.47*), его доля существенно увеличилась в 2001 г. за счет других площадок в России и за рубежом (с 63.1% в 1999 г.).

*Таблица 1.47\**

*Распределение торговой активности по акциям РАО ЕЭС*

Страна	Оборот по сделкам с акциями РАО ЕЭС, в т.ч. в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка акций РАО ЕЭС, в т.ч. депозитарных расписок на них, %		
	1999	2000*	2001	1999	2000	2001
Россия, в т.ч.	2.87	14.9	20.97	82.7	96.8	98.7
ММВБ	2.19	12.69	19.6 (оценка)	63.1	82.4	92.2
РТС	0.68	2.21	1.37	19.6	14.4	6.5
МФБ	-	-	-	-	-	-
Германия	0.55	0.33	0.2	15.9	2.1	0.9
Великобритания	-	-	-	-	-	-
США, в т.ч.	0.05	0.17	0.1	1.4	1.1	0.4
NYSE	-	-	-	-	-	-
PORTAL	0.05	0.17	0.1 (оценка)	1.4	1.1	0.4
Всего	3.47	15.4	21.27	100.0	100.0	100.0

\*Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

Доля акций РАО ЕЭС в обороте внутреннего рынка акций составила в 1999 г. – 50.1%, в 2000 г. – 69.8%, в 2001 г. - 72.1%. Соответственно:

-в 2000-2001 гг. существенно выросла концентрация акций РАО ЕЭС на российском фондовом рынке;

-акции РАО ЕЭС являются больше “национальной ценной бумагой”, ее обороты на Западе очень невелики (в сравнении, например, с Лукойлом) и для того, чтобы провести анализ распределения торговой активности между Россией и Западом, тенденций в этой области, следует устранить влияние акций РАО ЕЭС, “вычесть” обороты по ним из данных по торговым системам.

*Распределение торговой активности между Россией и Западом (без учета акций РАО ЕЭС)*. В *табл. 1.48* представлены данные о распределении торговой активности по российским акциям без учета оборотов по акциям РАО ЕЭС. Картина в существенной степени иная. Доля внутреннего рынка России увеличилась, но не с 25.1 до 55.2% (см. *табл. 1.45*), а с 14.8 до 25.8% (см. *табл. 1.48*), т.е. в гораздо более скромных размерах.

Таблица 1.48

**Соотношение рынков АДР и внутреннего рынка российских акций  
(без учета оборотов по акциям РАО ЕЭС)**

Страна	Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями, в т.ч. в форме депозитарных расписок на них, млрд. долл.			Структура рынка российских акций, в т.ч. депозитарных расписок на них, %		
		1999	2000*	2001	1999	2000*	2001
Россия	ММВБ, РТС, МФБ	2.86	6.46	8.1	14.8	18.2	25.8
Германия	Deutsche Boerse (Франкфурт, Берлин)	8.76	9.94	3.46	45.2	28.0	11.0
Великобритания	LSE (SEAQ International)	6.22	15.31	18.46	32.1	43.1	58.8
США	NYSE, PORTAL	1.53	3.78	1.4	7.9	10.7	4.4
Всего	х	19.37	35.49	31.42	100.0	100.0	100.0

\*Данные за одиннадцать месяцев 2000 г.

С учетом корректировки торговая активность по российским акциям на внешних рынках, без учета акций РАО ЕЭС, существенно превосходит обороты на внутренних рынках – в 1999 г. – в 5.8 раз, в 2000 г. – в 4.5 раз, в 2001 г. – в 2.9 раз, что означает высокую концентрацию рыночного риска – неспособность при крупных внешних финансовых потрясениях удерживать внутренний рынок.

**Асимметричная структура внешних и внутренних рынков российских акций.** За какие акции предстоит конкурировать с зарубежными рынками, пытаясь расширить торговую активность по ним внутри России? Как правило, по сырьевым, экспортным компаниям (нефть, газ, в меньшей степени, телекоммуникации и энергетика). В Лондоне, составляющем в 2001 г. более 50% оборотов зарубежных рынков депозитарных расписок на российские акции, основу котировок составляли «Лукойл», «Татнефть», «Газпром». В США акции «Лукойл» составляют в 2000 г. более 65% оборотов по депозитарным распискам на российские акции, акции «Сургутнефтегаза» – 21% (см. *табл. 1.49*). На биржах Германии акции компаний «Лукойл» (более 34% рынка) и «Сургутнефтегаза» (13% рынка) формируют почти половину оборотов по депозитарным распискам на российские акции (что несопоставимо со структурой РТС, где эти акции составляют только 30% оборотов) (см. *табл. 1.49*). Вместе с «Татнефтью», доля германского рынка на российские акции, которую занимают «Лукойл» и «Сургутнефтегаза», равна около 60% его объема.

Таким образом, особенностью внутреннего рынка акций в России является преобладание акций РАО ЕЭС (в Германии они составляют в 2000 г.

лишь 3.2% рынка депозитарных расписок по российским акциям, в США – 4.3%). Конкуренция с внешними рынками за эмитентов, за поток ордеров сосредоточена в настоящее время в узком секторе нефтегазовых компаний – экспортеров, на вложения в акции которых ориентированы внешние инвесторы (табл. 1.49).

Таблица 1.49\*

**Акции нефтегазовых компаний в структуре оборотов российских и западных бирж**

Торговые системы	Оборот по сделкам с российскими акциями в 2000 г., в т.ч. в форме депозитарных расписок на них			
	Лукойл (об.+прив.)		Сургутнефтегаз (об. + прив.)	
	Млрд. долл.	Доля в рынке российских акций по данной торговой системе	Млрд. долл.	Доля в рынке российских акций по данной торговой системе
ММВБ	0.8	5.3	0.3	2.0
РТС	1.0	18.0	0.7	12.6
Итого Россия	1.9	X	1.0	x
Deutsche Boerse	3.5	34.1	1.3	13
London Stock Exchange (SEAQ International)	н/д	н/д	x	x
NASDAQ	1.1	65.1	0.3	21.2
Итого зарубежные рынки	4.6	X	1.6	x

\*По рынкам, на которых торгуются данные акции. Данные по Великобритании по ОАО «Лукойл» не приведены в связи с отсутствием данных о структуре оборотов в разрезе депозитарных расписок. Депозитарные расписки на акции ОАО «Сургутнефтегаз» в Великобритании в 2000 г. не котировались.

**Зависимость внутреннего рынка акций от иностранных (преимущественно спекулятивных) инвесторов<sup>167</sup>**

**Производность российского рынка акций.** Общепринятая экспертная оценка – *доля иностранных инвесторов на рынке РТС до кризиса 1998 г. – 60-65%*, при этом – *более 95% расчетов за ценные бумаги – по счетам за рубежом*. Эта оценка остается в силе и в настоящее время. Количественные расчеты подтверждают этот вывод (см. табл. 1.50). Только *инвесторы США* обеспечивают, по оценке, в среднем *15-20% оборота рынка РТС*, при этом в наиболее кризисные времена (четвертый квартал 1998 г. – третий квартал 1999 г.) именно они совершали основной объем покупок на российском рынке акций.

Анализ динамических рядов, основанных на квартальных данных, показывает, что именно поступление денег инвесторов США было одним из ключевых факторов, определяющих ценовую конъюнктуру внутреннего рынка акций в России. **Коэффициент корреляции** между фондовым индексом РТС и показа-

<sup>167</sup> Для справки: очень высока была доля иностранных инвесторов на рынке ГКО – ОФЗ, достигнув перед кризисом 30-33%. <sup>167</sup> Если учесть, что более 50% рынка ГКО – ОФЗ, по оценке, принадлежали Банку России и Сберегательному банку (совместно с Внешторгбанком), то, очевидно, что нерезиденты были второй по значению на этом рынке группой инвесторов.



телем покупок американскими инвесторами российских акций у российских инвесторов (квартальные данные за период с 4 квартала 1995 г. по 1 квартал 2000 г.) равен **0.735** (высокое позитивное значение, рост цен на акции при увеличении денежного спроса со стороны американских инвесторов, и наоборот). Ожидание иностранных денег, в котором находится российский рынок акций с 1995 г., его подъемы и падения, связанные с приливами и отливами спроса иностранных инвесторов, – всё это имеет не только качественное, журналистское или эмоциональное измерение, но и точное количественное выражение.

Таблица 1.50\*

**Оценка доли иностранных инвесторов (США) в оборотах РТС**

Период	Оборот РТС (акции 1 эшелона), млн. долл.	Покупка американскими инвесторами российских акций у российских инвесторов, млн. долл.	Продажа американскими инвесторами российских акций российским инвесторам, млн. долл.	Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи), млн. долл.	Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи) / Оборот РТС (акции 1 эшелона), %
1995	165	27	-	27	16.4
1996	3537	293	101	394	11.1
1997	15659	1534	920	2454	15.7
1998	9264	1050	827	1877	20.3
1999	2417	651	570	1221	50.5
2000	5814	396	326	722	12.4
2001	4450	237	222	459	10.3
3 кв. 2002	987.6	447	438	885	89.9
Итого	40279	4132	2906	7038	17.5

\*Рассчитано по данным “U.S. Treasury Bulletin” (1996 – 2002). Сделаны следующие допущения: в бюллетене Казначейства США рассчитывается показатель покупок – продаж американскими инвесторам у российских инвесторов любых зарубежных (не выпущенных эмитентами США) акций. По оценке, подавляющая часть этих ценных бумаг является российскими акциями. Кроме того, архитектура рынка РТС, ориентированная на иностранных инвесторов и свободный ввод-вывод денег, высокая роль этого рынка в обслуживании иностранных операторов и инвесторов дают возможность отнести указанные операции, прежде всего, на счет РТС.

Эта высокая степень зависимости от иностранных инвесторов **может означать** будущую – еще большую – зависимость российского рынка акций от иностранных рынков, на которых будут обращаться АДР-ГДР либо сами российские акции. **За крупными инвестициями российские эмитенты будут обращаться не на внутренний, а на внешние рынки, на которых есть деньги, прежде всего, на рынок США.**

**Модернизация российской экономики объективно зависит от притока иностранных инвестиций** (внутри страны – дефицит денежных ресурсов, см. пункт 2.3). Проблема – в качестве иностранных инвестиций, являются ли они долгосрочными портфельными или прямыми, или же носят преимущественно спекулятивный характер. **И “классический рынок” РТС, и рынки АДР-ГДР на российские акции демонстрируют в 1999 – 2002 гг. повыша-**

тельную динамику курсов ценных бумаг, оставаясь после кризиса в своем докризисном спекулятивном качестве.

Табл. 1.51, демонстрируя волатильность российского фондового рынка, показывает, что указанная *волатильность была тесно связана с изменением величины поступающих на внутренний рынок ценных бумаг средств иностранных инвесторов* (на примере США). Подъем 1995 – 1997 гг. был связан почти с 30-кратным ростом объема иностранных средств, поступающих на фондовый рынок. При падении рынка в 1997 – 1998 гг. участие иностранных инвесторов в российских акциях уменьшилось примерно в 8 раз. Новый послекризисный подъем 1999- 2000 гг. был вызван, в частности, увеличением оборотов иностранных инвесторов с российскими ценностями в 2.5 – 3 раза.

Таблица 1.51\*

**Связь цикличности российского рынка акций с объемом сделок иностранных инвесторов (на примере США)**

Показатели	Подъем (1995-1997)	Падение (1997-1998)	Подъем (1999 – 2000)	Падение (4 квартал 2000)
Длительность фазы цикла	8 кварталов 4 кв. 1995 – 3 кв. 1997	5 кварталов 4 кв. 1997 – 4 кв. 1998	8 кварталов 1 кв. 1999 – август 2000	1 квартал В течение 4 кв. 2000
Фондовый индекс РТС (на конец периода)	Рост с 86.1 до 498.4	Снижение с 498.4 до 58.9	Рост с 58.9 до 240	Снижение с 240 до 143
Оборот РТС за квартал (акции 1 эшелона), млн. долл.	Рост с 165 до 5148	Снижение с 5148 до 161	Рост с 161 до 1530 в 3 кв. 2000	Снижение с 1530 до 1074
Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов (покупки и продажи, за квартал, млн. долл.)	Рост с 27 до 773	Снижение с 773 до 98	Рост с 98 до около 200-220 (оценка)	Снижение с 200-220 до 153

\*Расчеты по данным Российской торговой системы ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)), "U.S. Treasury Bulletin" (1996 – 2000).

**Иностранные инвесторы**, работающие на рынках РТС и АДР-ГДР, являются преимущественно *краткосрочными спекулянтами*. Если до сих пор этот вывод являлся преимущественно экспертным, основанным «на логике» рынка и событий, происходящих на нем, то *данные, публикуемые J.P.Morgan по акциям и АДР российских компаний*, дают возможность *количественно судить о степени спекулятивности*, присущей *иностранным игрокам* на этом рынке (табл. 1.52).<sup>168</sup> Доля спекулятивных инвесторов по рассматривае-

<sup>168</sup> Расчеты на основе публикации на сайте в Интернете [www.adr.com](http://www.adr.com) (август 2000 г.) по АДР 8 крупнейших российских компаний, дающих более 90% оборотов российского рынка акций и АДР (Вымпелком, Газпром, Лукойл, Мосэнерго, МТС, РАО ЕЭС, Ростелеком, Сургутнефтегаз). Оценка типа инвестиционного поведения сделана по 34 западным управляющим компаниям, хедж-фондам, банкам, которые публикуют отчетность 13F (American Century Investment Management, American Express Financial Advisors, AIM Management Group, Barclays Global Investors, Batterymarch Financial Mgmt, Bowman Capital Management Hedge Funds, Caxton Corporation Hedge Funds, Credit Suisse Capital Management (Warburg Pinkus), Credit Suisse First Boston, Dresdner Bank Investment Management, Deutsche Asset Management Americas, Fidelity International Ltd, Fidelity Management & Research, Fleming Asset Management, Frank Russel Investmnet Management, INVESCO Capital Management, Goldman Sachs Asset Management, Hansberger Global Investors, Inc., Kinetiks Asset Management, Legg Mason Wood Walker, Moore Capital Management Hedge Funds, Driehaus Capital Management,

мым компаниям составляет *не менее 60-65%*, включая особо агрессивных и рискованных спекулянтов, хедж – фонды – *25-30%*.

*Таблица 1.52*

**Распределение инвесторов в АДР по типам инвестиционного поведения**

Распределение инвесторов в АДР на российские акции по типам инвестиционного поведения, %		Распределение совокупного портфеля АДР между различными типами инвесторов, %	
Всего инвесторов, в т.ч.	100	Всего АДР, в т.ч.	100
Спекулятивные	65	Портфели спекулятивных инвесторов	62
из них декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	26	из них портфели инвесторов, которые декларируют крайне агрессивную и рискованную инвестиционную политику	29
Умеренные, средняя оборачиваемость	29	Портфели умеренных инвесторов	30
Длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	6	Портфели инвесторов, ориентированных на длительные, с низкой оборачиваемостью вложения	8

**Отток российских инвесторов с внутреннего рынка**

У российского населения сосредоточено более 90% денежных средств, пригодных для долгосрочного инвестирования внутри страны, примерно 20-25% этих денег находится в Москве, не менее 70-80% - в крупных городах (см. **пункт 2.3**). Средний и «высший» класс составляет в Москве примерно 20% взрослого населения, в городах с населением свыше миллиона человек – 10%.<sup>169</sup> Средний возраст этой группы населения – чуть более 30 лет. По оценке компании - провайдера «Коминтерн», число пользователей Интернета – 3-5% населения. Основная часть Интернет-аудитории сосредоточена в Москве (20-30% пользователей) и крупных городах, ее большинство – люди возраста до 35 лет. Наибольшее «проникновение» Интернет наблюдается среди служащих, учащихся, предпринимателей и руководителей, т.е. наиболее типичных представителей среднего и «высшего» класса. Группы российского населения, имеющих наиболее высокие доходы, и пользователей Интернета, во многом совпадают.

В связи с технологическими изменениями на рынках, появлением массовой возможности для розничных инвесторов выйти на западный рынок из России, в 2000 г. стала складываться новая тенденция, в рамках которой (см. **табл. 1.53**) вложения российских инвесторов в иностранные фондовые ценности (на-

Merril Lynch Investment Managers (U.K.), McKinley Capital Management, Nicholas-Applegate Capital Management, Pioneer Investment Management, Putnam Investment Management, Scudder Kemper Investments, Smith Barney Asset Management, Soros Fund Management, Templeton Investment Counsel, World Asset Management). Для оценки типа инвестиционного поведения использовались данные об оборачиваемости портфелей и характеристики инвестиционной политики по каждой компании, данные на сайте J.P.Morgan.

<sup>169</sup> Эксперт. - 2000 - №34-35. – С. 21.

пример, акции компаний США) устойчиво (в 2000 г. – в 1.75 раза) превышают встречные инвестиции со стороны американских инвесторов.

Таблица 1.53\*

**Перемещение торговой активности российских инвесторов на иностранные рынки**

Период	Сделки российских инвесторов с американскими акциями, млн. долл.			Сделки американских инвесторов с российскими акциями, млн. долл.			Оборот по сделкам с американскими акциями российских инвесторов / Оборот по сделкам с российскими акциями американских инвесторов, %
	Покупка у американских инвесторов	Продажа американским инвесторам	Оборот по сделкам с американскими акциями (покупки и продажи)	Покупка у российских инвесторов	Продажа российским инвесторам	Оборот по сделкам с российскими акциями (покупки и продажи)	
1995	63	60	123	27	-	27	456
1996	124	188	312	293	101	394	79
1997	559	221	780	1534	920	2454	32
1998	257	215	472	1050	827	1877	25
1999	328	315	643	651	570	1221	53
2000	694	553	1247	396	326	722	173
2001	306	304	610	237	222	459	133
3 кв. 2002	277	269	546	447	438	885	62

\*Расчитано по данным "U.S. Treasury Bulletin" (1996 – 2002). Сделаны следующие допущения: в бюллетене Казначейства США рассчитывается показатель покупок – продаж американскими инвесторами у российских инвесторов любых заграничных (не выпущенных эмитентами США) акций. По оценке, подавляющая часть этих ценных бумаг является российскими акциями, торгуемыми преимущественно через РТС.

Обороты по сделкам российских инвесторов с акциями, выпущенными в США, в 2001 г. в 1.3 раза превышал обороты по сделкам американских инвесторов с акциями, выпущенными в России. Хотя в 2002 г. поток средств вновь изменил свое направление (см. *табл. 1.53*), сохранился потенциал для возобновления перемещения торговой активности российских инвесторов за рубеж, как только западные фондовые рынки возобновят свой рост (после спада в 2000 – 2002 гг.). Российский инвестор окружен русскоязычными интернет-брокерскими системами, предлагающими инвестиции в западные ценные бумаги. В Москву экспортируются рабочие станции и технологии для инвестиций на внешних рынках (например, системы прямого доступа, предлагающие профессиональный day – trading в режиме реального времени), работают представители от introducing brokers, доходы которых формируются как отчисления от клиентских операций для иностранных брокеров. В конце 90-х гг. XX века возникли новые организационные и технологические формы вывоза капитала (например, операции с американскими фондовыми ценностями из трейдинговых залов, расположенных в Москве, в системах прямого доступа западных брокерских фирм, вывоз из страны с этой целью денежных ресурсов).

## **2. Внутренние фундаментальные факторы, формирующие рынок ценных бумаг**

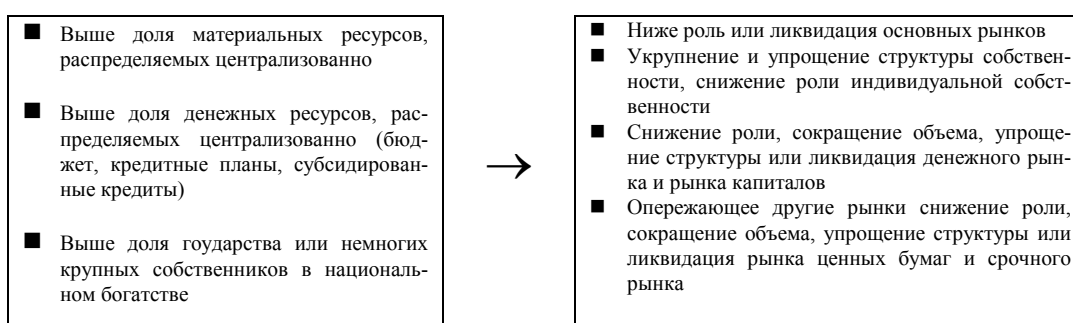
В *разделе 1* приведена классификация *фундаментальных факторов*, как внешних, так и внутренних, воздействующих на долгосрочную динамику и формирование структуры рынка ценных бумаг (*рис. 1* в *пункте 1.1*). Внешние факторы были рассмотрены в *разделе 1*, внутренние - будут исследованы в *настоящем и следующих разделах*.

### **2.1. Политический, экономический и социокультурный выбор общества: воздействие на фондовый рынок**

#### **2.1.1. Типы современных обществ и сценарии развития рынка ценных бумаг**

##### ***Степень централизации ресурсов в обществе и ее влияние на фондовый рынок***

Чем *в большей степени централизованы управление* и распоряжение ресурсами в обществе, чем более они *огосударствлены* или находятся в руках крупных собственников, тем меньше места остается для рыночного, основанного на частной инициативе, перераспределения материальных и денежных ресурсов. Тем *ниже потребности в ценных бумагах* как инструменте, обслуживающем перераспределение денежных ресурсов и прав собственности, и, соответственно, тем меньше развиты фондовый рынок и срочный рынок, тем меньше их объем. Сказанное возможно отразить в следующей схеме.



Соответственно, было бы *справедливо и обратное утверждение*, заключающееся в том, что чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, степень его огосударствления или влияния немногих крупнейших собственни-

ков или корпораций, тем более развит финансовый рынок, и, в частности, рынок ценных бумаг и срочный рынок.

При *социализме* движение основных материальных и денежных потоков определялось директивно (планы производства и снабжения, бюджет, кредитные планы), *для фондового рынка не было места*. Однако, рассмотренные положения *относятся не только к противопоставлению директивной и рыночной экономик*, но и к *самой рыночной экономике*, которой *в различных ее моделях* (США, Германия, Япония, Швеция, Франция, индустриальные страны против развивающихся и т.д.) присуща *и различная степень централизации ресурсов общества*. Различна степень их огосударствленности или концентрации ресурсов в руках немногих крупных собственников (например, крупных корпораций).

Количественный анализ подтверждает тезис о том, что повышение роли государства в экономике, в том числе при рыночной форме ее организации (см. *табл. 2.1*) ведет к сжатию и упрощению рынка ценных бумаг.<sup>170</sup>

*Таблица 2.1* рассчитана по состоянию на 1999 г. (72 страны), включает важнейшие развитые (22) и формирующиеся (50) фондовые рынки. Как видно из *табл. 2.1*, по мере роста влияния государства, концентрации в его руках материальных и денежных ресурсов, ослабления степени либеральности экономики, значение рынков ценных бумаг в экономике снижается. И, наоборот, чем ниже доля правительства во внутреннем кредите, тем выше роль рынка акций в хозяйственном обороте, тем масштабнее капитализация рынка акций по отношению к ВВП. Конечно, *табл. 2.1* носит больше иллюстративный характер, демонстрирует лишь тенденцию. Вместе с тем, знаменательно, что положение в таблице таких разных по степени влияния в экономике государства и крупных собственников стран, как США и Великобритания, с одной стороны, и Германия и Франция (более значительная степень централизации ресурсов), с другой, подтверждает тезисы, приведенные выше. Из *табл. 2.1* также следует, что при доле правительства во внутреннем кредите, превышающей 25%, вероятность

---

<sup>170</sup> Для оценки степени огосударствленности использован показатель «доля обязательств правительства во внутреннем кредите» (центрального и местного правительств, предприятий публичного сектора)», который может быть рассчитан по «International Financial Statistics» МВФ). Этот показатель отражает долю внутренних денежных ресурсов, направляемых на покрытие нужд государства и огосударственной экономики. Вместе с тем, понятно, что данный показатель не является синтетическим, охватывает лишь одну из многих сторон, характеризующих централизацию экономики. Степень развития рынков ценных бумаг в конкретной стране характеризуется отношением капитализации рынка акций к ВВП (капитализация дана в публикациях IFC «Emerging Stock Market Factbook»).

того, что капитализация рынка акций превысит 40% ВВП, мала, а 50 - 60% ВВП - крайне незначительна.

Таблица 2.1\*

**Роль государства в экономике и ее влияние на значение и объем рынка ценных бумаг**

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1999	Доля правительства во внутреннем кредите, %, 1999						
	< 0	0- 10	> 10- 25	>25- 40	>40- 70	>70- 90	>90
> 0- 10			Болгария, Венесуэла, Латвия, Литва, Монголия	Бангладеш, Нигерия, Словакия, Эквадор, Шри-Ланка	Гана, Ливан, Молдова, Румыния, Украина	Замбия	
>10- 20			Австрия, Колумбия, Словения, Хорватия	Аргентина, Кот-д'Ивуар, Польша	Коста-Рика, Пакистан, <b>Россия</b>		
>20- 40	Оман	Китай, Таиланд, Чехия, Эстония		Бразилия, Зимбабве, Мексика, С.Аравия, Ямайка	Венгрия, Египет, Индия, Турция		
>40- 60	Норвегия	Дания, Израиль, Корея, Новая Зеландия, Португалия		Филиппины, Марокко	Индонезия		
>60- 70			Германия, Иордания, Италия				
>70- 100		Ирландия, Чили	Испания		Бельгия		
>100 - 150	Бахрейн	Австралия	Канада, Франция, Япония				
> 150	Гонконг, Малайзия, Сингапур	Великобритания, Нидерланды, США, Финляндия, Швеция, Швейцария, Ю.Африка			Греция		

\*Расчитано по International Financial Statistics (IMF, April 2001), IFC/ S&P Emerging Stock Market Review (Performance, Valuations and Constituents) (November 1999), IFC/ S&P Frontier Stock Market Review (Performance, Valuations and Constituents) (November 1999), IMF World Economic Outlook Database (May 2001), FIBV Annual Report 1999. Показатель доли правительства во внутреннем кредите рассчитывается как (Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств + обязательства предприятий публичного сектора) / Внутренний кредит» (источник - «International Financial Statistics»). Для расчета использовался раздел Banking Survey в сборниках International Financial Statistics, в случае его отсутствия – Monetary Survey. Данные по развитым рынкам – на конец 1999 г., по формирующимся рынкам – на конец октября 1999 г. Оценка капитализации рынка по Молдове – по данным Молдавской фондовой биржи (www.moldse.md), по Монголии – по данным Монгольской фондовой биржи (www.mse.com.mn).

Еще более жестко указанная зависимость может быть представлена на примере **пяти крупнейших индустриальных рыночных экономик** (см. табл. 2.2). Чем меньше вмешательство государства в экономическую жизнь (США, Великобритания) (в таблице оно представлено через долю заимствований государства из внутренних денежных ресурсов, а также долю государства в акционерных капиталах предприятий), тем, соответственно, выше объем рынка и насыщенность ценными бумагами хозяйственного оборота. И, наоборот, чем больше указанное вмешательство (в формах, рассмотренных в табл. 2.2, оно наиболее масштабно проявляется во Франции и в Германии), тем более ограничен фондовый рынок. Хотя капитализация развитых рынков акций в 1999 г. су-



щественно выросла в сравнении с 1996 г. (прежде всего, в связи с тем, что инвесторы в 1997-1998 гг. «ушли» с формирующихся рынков), тем не менее основные соотношения остались прежними: чем ниже степень государственного вмешательства в экономику (США и Великобритания), чем меньше доля денежных ресурсов, занимаемых (или изымаемых) государством, тем значительнее рынки ценных бумаг и масштабнее их роль в перераспределении денежных ресурсов.

Таблица 2.2\*

**Зависимость рынков ценных бумаг от размеров вмешательства государства в экономику**

	США	Великобритания	Япония	Франция	Германия
1996					
Капитализация биржевых фондовых рынков акций / ВВП, %, (внутренние эмитенты)	117.2	151.0	60.0	38.5	28.4
Доли государственных и муниципальных предприятий в акционерных капиталах, % (1995)	-	0.2	0.5	3.4	4.3
Доля правительства во внутреннем кредите, %	16.3	5.2	13.8	24.1	32.9
Доля государственных предприятий (включая акционерные общества с участием государства) в валовом внутреннем продукте, % (1981)**	1.3	10.4	н/д	13.3	10.4
1999					
Капитализация биржевых фондовых рынков акций / ВВП, %, (внутренние эмитенты)	179.0	198.0	101.10	104.7	67.7
Доли государственных и муниципальных предприятий в акционерных капиталах, % (1995)	-	0.2	0.5	3.4	4.3
Доля правительства во внутреннем кредите, %	13.9	2.5	19.9	22.4	20.2

\* Данные по структуре собственности- Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI- Factbook 2000 (Section 08.6-4); данные по внутреннему кредиту и рынкам акций- IFC Emerging Stock Market Factbooks (1995-1998), International Financial Statistics 1997- 2000, IMF World Economic Outlook Database (May 2001). Доля правительства во внутреннем кредите рассчитана как показатель «Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств + обязательства предприятий публичного сектора ) / Внутренний кредит». По Германии и Франции в последние годы статистика задолженности предприятий публичного сектора в IFS не приводится, соответствующие коэффициенты эту задолженность не учитывают.

\*\*Данные о доле государственного участия в валовом внутреннем продукте приведены на основе следующих источников: Всемирный банк. Техника приватизации государственных предприятий. Часть 2. - М: Издательская группа "Прогресс", 1994. - С.46; A World Bank Policy Research Report. Bureaucrats in Business: The Economics and Politics of Government Ownership. Washington, September 1995.

**Закрытость общества и экономики: влияние на фондовый рынок**

Не только директивная, но и рыночная экономика может отличаться **высокой степенью закрытости** (по религиозным или националистическим убеждениям властей, в силу изоляционистской политики, при международных санкциях и т.д.). Закрытость в финансовой сфере будет означать жесткие ограничения в области конвертируемости валюты, движения капиталов, на участие иностранных финансовых институтов в операциях на внутреннем рынке, на деятельность иностранных инвесторов, на обращение отечественных финансовых инструментов на иностранных рынках, на интеграцию отечественных и

иностранных рынков в части законодательства, инфраструктуры, информационных систем и т.д.

В итоге, должен быть создан замкнутый на себя, незначительный по размерам и провинциальный (с точки зрения качественных характеристик) финансовый рынок, который тем не менее будет - хотя и в ограниченных размерах - выполнять свои задачи по перераспределению денежных ресурсов в масштабах национальной экономики.

Типичный пример - *Иран* («*фундаменталистская рыночная экономика*»). В 1997 г., несмотря на длительные традиции рынка ценных бумаг в этой стране, емкость рынка акций была крайне невелика (показатель «Капитализация рынка акций/ВВП» составлял всего 11.8% и был одним из самых низких в мире), в 2001 г. – 6.1%,<sup>171</sup> рынок облигаций отсутствует (ликвидирован после исламской революции конца 70-х годов, соблюдение запрета ислама на взимание процента в любой форме и при любом назначении ссуды (взимание процента банками приравнено к ростовщичеству, что является фундаментальным принципом так называемых исламских финансов или исламского банковского дела). Структура финансового рынка упрощена, собственность огосударвляется, отсутствует достаточный приток внешних финансовых ресурсов (исламские финансовые рынки более закрытые), преобладают крупные фамильные собственники. Массовых розничных инвесторов нет (в расчете на год в Иране одна биржевая сделка с акциями приходится на 96 человек, в Индонезии – на 49, в Турции – на 2 (2000 г.) при том, что, например, в Малайзии – примерно одна сделка на одного человека, в США – более трех сделок на каждого жителя страны).<sup>172</sup>

### ***Воздействие на фондовый рынок политической и социальной нестабильности***

Степень политической и социальной стабильности является одним из важнейших факторов *доверия инвесторов к рынку*, появления на нем долгосрочных прямых и портфельных инвестиций, ориентированных не на краткосрочные спекуляции, а на длительный рост рынка. Политическая и социальная стабильность минимизирует ту часть *странового риска*, которая «определяется

---

<sup>171</sup> Рассчитано по IFC «Emerging Stock Market Factbook 1998», FIBV Focus February 2002, IMF World Economic Outlook (December 2001)..

<sup>172</sup> Рассчитано по FIBV Annual Report 2000, а также U.S. Census Bureau, International Data Base, www.census.gov.

социальными или политическими условиями страны... и, в частности, включает в себя риск потерь в связи с официальными действиями властей, выражающимися в отказе в выполнении обязательств по ценным бумагам в связи с внеэкономическими (идеологическими, политическими, религиозными и т.п.) причинами, масштабными социально-политическими изменениями».<sup>173</sup>

Именно **политическая и социальная стабильность** была одним из ключевых критериев успеха тех рынков, которые привлекли в 90-е годы наибольший объем долгосрочных иностранных инвестиций.

Обсуждение роли политической стабильности, проведенное автором в июне 2001 г.<sup>174</sup> в программе встреч с менеджерами банков и финансовых регуляторов Швейцарии, показало, что политическая стабильность, по мнению респондентов, является **ключевым**, рассматриваемым **первым, фактором при принятии инвестиционных решений** о вложении средств в ценные бумаги, обращающиеся в той или иной стране. Именно политическая стабильность стала важнейшим фактором успеха Китая и ряда других формирующихся рынков в привлечении прямых инвестиций в 90-е годы (несмотря на то, что политические риски в Китае в долгосрочной перспективе, а также неопределенности в социально – экономическом выборе общества очень велики).

И, наоборот, политическая нестабильность в России стала одной из причин того, что объем прямых инвестиций был в 90-е годы минимален, а преобладающая часть иностранных портфельных вложений в ценные бумаги носила краткосрочный и спекулятивный характер (см. **табл. 2.3**). Как следует из **табл. 2.3**, в 90-е годы Россия проиграла конкуренцию за инвестиции своим соседям. Если в 1994 - 1999 гг. в Китай пришли прямые инвестиции на 237 млрд. долл., в Бразилию – 104, в Венгрию, Польшу и Чехию – 57, Финляндию – 23, в страны СНГ и Балтии – 20, то в Россию – лишь 16 млрд. долл.

<sup>173</sup> Management of Bank's International Lending (Country Risk Analysis and Country Exposure Measurement and Control). Basle Committee on Banking Supervision, 1996.

<sup>174</sup> Визит профессоров Финансовой академии при Правительстве РФ Миркина Я.М., Рубцова Б.Б., Шандры И.В. в Цюрихский университет (Швейцарский банковский институт), организованный банком Vontobel с 17 по 27 июня 2001 г. Оценка по результатам дискуссий с членом Совета директоров банка Vontobel д-ром Хансом Гейгером (Dr. Hans Geiger), директором департамента по международным связям и исследованиям Swiss Exchange д-ром Ричардом Мейером (Dr. Richard T. Meier), заместителем Председателя правления Национального Банка Швейцарии (штаб-квартира в Базеле) г-ном Бруно Геригом (Bruno Gehrig), директором Национального Банка Швейцарии (штаб-квартира в Берне) доктором Теодором Шререром (Dr. Theodor Schreger), членом Правления Ассоциации швейцарских банкиров доктором Урсом Ротом (Dr. Urs P. Roth), сотрудником Ассоциации швейцарских банкиров доктором Маркусом Штаубом (Dr. Markus Staub), директором департамента лицензирования и инвестиционных фондов Федеральной банковской комиссии Швейцарии доктором Оттером (Dr. Matthäus Den Otter), директором подразделения Business Management Trading &

В относительном выражении результаты анализа следующие (см. *табл. 2.3*). Если ВВП по рассматриваемой группе стран принять за 100%, то *Россия* - при доле в этом показателе 14.26% - получила всего лишь 3.59% прямых инвестиций, приходящихся на указанную группу стран. На *Китай*, имеющий долю в ВВП по группе стран 37.67%, приходится 51.86% прямых инвестиций (по группе стран). По *странам Восточной Европы* (Венгрия, Польша, Чехия) соответствующие показатели составляют 9.84% (доля в ВВП) и 12.49% (доля в прямых инвестициях), по *Финляндии* – 4.79 и 4.93%, по *Азербайджану* – 0.17 и 0.78%, по *Казахстану* – 0.59 и 1.34%, по *странам Балтии* – 0.84 и 1.29% соответственно.

*Таблица 2.3\**

**Сравнительная характеристика прямых инвестиций на формирующиеся рынки в 90-е годы**

Страны	Прямые инвестиции в экономику, млрд. долл.								ВВП (1999)	
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Всего	В т.ч. %	Млрд. долл.	В т.ч. %
Китай	33.8	35.8	40.2	44.2	43.8	38.8	236.6	51.86	991.2	37.67
Бразилия	3.1	4.9	11.2	19.7	31.9	32.7	103.5	22.69	761.3	28.94
Финляндия	1.5	1.0	1.1	2.1	12.0	4.8	22.5	4.93	126.1	4.79
Восточная Европа										
Венгрия	1.1	4.5	2.3	2.2	2.0	2.0	14.1	3.09	48.4	1.84
Польша	1.9	3.8	4.5	4.9	6.4	7.3	28.8	6.31	154.1	5.86
Чехия	0.9	2.7	1.4	1.3	2.7	5.1	14.1	3.09	56.4	2.14
<b>Итого Восточная Европа</b>							<b>57.0</b>	<b>12.49</b>	<b>258.9</b>	<b>9.84</b>
Балтия										
Латвия	0.2	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	2.0	0.44	6.7	0.25
Литва	0.0	0.1	0.2	0.4	0.9	0.5	2.1	0.46	10.5	0.40
Эстония	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.3	1.8	0.39	5.1	0.19
<b>Итого за 1994 – 1999 гг. по странам Балтии</b>							<b>5.9</b>	<b>1.29</b>	<b>22.3</b>	<b>0.84</b>
Россия	0.7	2.1	2.6	4.9	2.8	3.3	<b>16.4</b>	<b>3.59</b>	<b>375.3</b>	<b>14.26</b>
Страны СНГ (исключая Россию)										
Украина	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7	0.5	2.8	0.61	42.4	1.63
Белоруссия	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.6	0.14	25.7	0.98
Армения	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.4	0.09	1.9	0.07
Грузия	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.1	0.6	0.13	4.2	0.16
Азербайджан	0.0	0.3	0.6	1.1	1.0	0.5	3.5	0.78	4.5	0.17
Казахстан	н/д	1.0	1.1	1.3	1.1	1.6	6.1	1.34	15.6	0.59
Киргизия	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.3	0.07	1.6	0.06
<b>Итого за 1994 – 1999 гг. по странам СНГ (исключая Россию)</b>							<b>14.3</b>	<b>3.15</b>	<b>95.9</b>	<b>3.66</b>
<b>Итого по группе стран</b>							<b>456.2</b>	<b>100.00</b>	<b>2631.0</b>	<b>100.00</b>

\* IMF International Financial Statistics, April 2001, IMF International Financial Statistics Yearbook 1999. По Узбекистану и Туркмении данные не публикуются. ВВП рассчитан по Atlas Method (см. методологический комментарий к пункту 1.2).

Среди стран, привлекающих прямые инвестиции в доле, меньшей размеров их относительного участия в создании ВВП, *Россия* занимает *наихудшее положение* (наряду с Белоруссией). Доля *России* в объеме ВВП по рассмотренной группе стран почти в 4 раза больше ее доли в прямых инвестициях (см. *табл. 2.3*), *Белоруссии* – в 7 раз, *Украины* – в 2.67 раза, *Бразилии* – в 1.28 раза.

*Демонстрационный анализ влияния политической и социальной нестабильности.* По оценке, негативный результат России в привлечении прямых инвестиций вызван не только влиянием политической и социальной нестабильности в стране в 90-е годы, потоком «плохих новостей» из России, но и отрицательным имиджем страны как основы бывшего СССР, сохранившимся после «холодной войны». Между тем финансовая история дает дополнительные возможности показать влияние на фондовые рынки политической и социальной нестабильности, когда она выражена в крайних формах (войны) (см. *табл. 2.4*).

*Таблица 2.4\**

*Влияние периодов нестабильности на динамику рынков акций*

Страны	Рост (+) или падение (-) рынка акций по отношению к концу соответствующего периода, % (динамика дефлированных показателей фондовых индексов)	
	Влияние первой мировой войны (1919 / 1899)	Влияние второй мировой войны (1949 / 1939)
Англо-саксонские страны		
США	-58	-20
Великобритания	-66	-23
Канада	н/д	-17
Австралия	-42	-11
Крупные индустриальные страны, не относящиеся к англо-саксонской группе (расположены по мере убывания размеров рынка акций)		
Япония	н/д	-97
Германия	-90	-47
Франция	-51	-49
Италия	-77	-74
Испания	-51	-92

\*Показатели округлены до целых чисел. Анализ основывается на данных сервера в Интернете «Global Financial Data» (<http://www.globalfindata.com>), который содержит длинные (за несколько столетий) временные ряды финансовых показателей по крупнейшим странам (конъюнктура фондовых рынков, инфляция, валютные курсы и т.д.), заимствованные из официальных публикаций и академических источников. Исследование тенденций в 1899 – 1995 гг. основывается на дефлированных автором рядах динамики цен на рынках акций развитых стран.

Как следует из *табл. 2.4*, однозначно прослеживается связь между степенью политического риска, масштабами военных разрушений в экономике и упадком рынков ценных бумаг. Например, и после первой, и после второй мировых войн *страны англо-саксонской группы* показывали значительно меньшее падение фондовых рынков, чем *Япония, Германия, Италия и Франция* (долгое время находившаяся в оккупации). Величина ущерба часто достигала 50-90% капитализации фондового рынка.

Но при этом даже те страны, экономика которых выросла во время войны (например, США) и которые стали поставщиками вооружений и материальных ресурсов, испытали в полной мере влияние на инвесторов политической и социальной нестабильности, тех угроз государству, которые несет война. На-

пример, в США, несмотря на рост промышленного производства с 1939 по 1949 гг. в 1.79 раза, увеличение ВВП (в неизменных ценах) в 1.55 раза и сокращение безработицы за этот период с 17.2% общей численности рабочей силы до 3.8%,<sup>175</sup> дефлированная стоимость акций снизилась на 20% (см. *табл. 2.4*).

### *Сценарии развития фондового рынка*

Анализ, проведенный выше, опыт создания финансовых рынков в развивающихся странах, российская практика, относящаяся к новейшей истории, дают возможность прогнозировать - в зависимости от того, к какой социально-экономической и политической модели (из рассмотренных ниже), придет общество - следующие *сценарии развития финансового рынка* (включая рынок ценных бумаг).<sup>176</sup>

*Сценарий перехода к директивной экономике.* Директивная экономика не может не быть закрытой, прежде всего, в отношении денежных потоков и интеграции в международные рынки капиталов. Переход к директивной экономике осуществляется поэтапно (практика конца 20-х годов свидетельствует об этом), под лозунгами «финансовой стабилизации», «концентрации денежных ресурсов», «преодоления спекуляции на финансовом рынке», «государственной помощи кризисным отраслям», «оптимизации движения денежных потоков» (с постепенным наращиванием «командных высот», принадлежащих государству).<sup>177</sup>

Соответственно, усиление роли государства, связанное с масштабным восстановлением государственной собственности и централизованной системы принятия хозяйственных решений, приведет к неизбежному *восстановлению монобанковской системы* (если даже формально она будет двухуровневой), постепенному *огосударствлению* денежных ресурсов и финансово-кредитных отношений. Огосударствление будет проявляться в различных формах: от субсидированных кредитов и кредитов хозяйству, которые начнет выдавать непо-

---

<sup>175</sup> McConnel Campbell R., Brue Stanley L. Economics: Principles, Problems, and Policies. 11<sup>th</sup> Edition. – New York: McGraw – Hill Publishing Company, 1990. – Statistical Appendix.

<sup>176</sup> Впервые сценарный прогноз был дан в статье: Миркин Я. Российский фондовый рынок: что дальше?// Рынок ценных бумаг. - 1996. - №2. - С. 2-5.

<sup>177</sup> Пример сценария, ведущего, в конечном итоге, к директивной экономике, см. в докладе Российского торгово – финансового союза «Среднесрочные сценарии государственной и корпоративной политики в условиях саморазрушения финансовой системы страны и возврата к мобилизационной модели развития» (1 часть, март 1998 г.).

средственно центральный банк, к централизованному распределению банковских кредитов, к кредитному плану, плану движения финансовых ресурсов государства). Неизбежной станет всё более жесткая регламентация в этой области.

Быстро вырастет *роль бюджета* и, соответственно, доля финансовых ресурсов, перераспределяемых через бюджет. На *конвертируемость* национальной валюты будут введены *жесткие ограничения*, а затем она будет поэтапно отменена. *Рынок ценных бумаг, валютный и срочный рынки* постепенно *прекратят* свое *существование*. Вначале будет сужено, а затем прекращено обращение векселей и других неэмиссионных ценных бумаг. Исчезнет почва для существования *брокерско-дилерских компаний* и других финансовых посредников, работающих на рынке ценных бумаг, валютном и срочном рынках, а также и *институциональных инвесторов* (пенсионных и инвестиционных фондов, частных страховых компаний). Будут сужены, а затем отменены рынки *страховых* и *пенсионных финансовых продуктов*.

*Иностранные инвесторы* столкнутся с постоянно возрастающими *ограничениями* на их деятельность (в том числе с попытками национализации неэффективно управляемых иностранцами компаниями, с пересмотром итогов приватизации, ограничениями на долю собственности нерезидентов в акционерных капиталах). Экономический рост будет возобновлен за счет административного перераспределения денежных средств в пользу государства, возобновления бюджетных инвестиций, плановой эмиссии и инфляции.

*Советский опыт директивной экономики.* Советский опыт директивной экономики подтверждает приведенный выше анализ. Директивная экономика СССР характеризовалась очень *высокой степенью огосударствления* хозяйства. Средства производства находились в собственности государства. Как следствие, *основную тяжесть перераспределения денежных ресурсов нес бюджет государства*. Он брал на себя финансирование большей части долгосрочных потребностей хозяйства, а также расходов, не связанных с производством.

Затраты хозяйства текущего характера обслуживались *банковским кредитом*, который в директивной экономике имеет черты, схожие с *бюджетным финансированием*. Кредитные вложения формировались одноуровневой банковской системой, находящейся в собственности государства, в зависимости от него и не несущей конечной коммерческой ответственности за свои действия.



Ссуды предоставлялись по *централизованному кредитному плану*, в пределах выделенных лимитов. Попытки высвобождения ссуд из оборота неплатежеспособных заемщиков - государственных предприятий, как правило, не имели успеха, поскольку ставили под угрозу выполнение ими государственного плана. В течение примерно 40 лет доля прямого банковского кредита в источниках оборотных средств хозяйства постоянно увеличивалась и к середине 80-х годов превысила 50%, вытесняя при этом бюджетное финансирование и теряя свою возвратность.

*Институциональные инвесторы* (страховые организации, фонд социального страхования и т.д.) находились под значительным влиянием или в собственности государства, накопленный ими излишек денежных ресурсов использовался для покрытия бюджетных расходов. Обращение ценных бумаг ограничивалось распространением нерыночных государственных долговых обязательств (облигаций займов) среди населения.

В условиях полного преобладания государственной собственности рынок акций и других ценных бумаг не мог существовать. Фондовые ценности остались лишь в виде государственных, необращаемых облигационных займов (для прямого заимствования части средств населения на нужды бюджета). Неслучайно одним из первых шагов советского государства в 1917-1918 гг. было прекращение рынка ценных бумаг (см. *вставку*).

<i>Вставка</i>
<b>"Об аннулировании государственных займов", Декрет ВЦИК от 21 января 1918 г.</b>
«...1. Все государственные займы, заключенные правительствами российской помещиков и российской буржуазии... аннулируются (уничтожаются) с 1 декабря 1917 г. 2. Безусловно и без всяких исключений аннулируются все иностранные займы...»
<b>"О конфискации акционерных капиталов бывших частных банков". Декрет ЦИК от 23 января 1918 г.</b>
«...1. Акционерные капиталы бывших частных банков (основные, резервные и специальные) переходят к Народному банку Российской Республики на основах полной конфискации. 2. Все банковские акции аннулируются и всякая выплата дивидендов по ним безусловно прекращается...»
<i>Продолжение вставки</i>
<b>"О прекращении платежей по купонам и дивидендам". Декрет СНК от 29 декабря 1917 г.</b>
"...Все сделки с ценными бумагами воспрепятствуются (виновные в совершении таких сделок подлежат суду и конфискации всего их имущества)..."

В начале 20-х годов, с отказом от полностью натурального планирования и распределения продукции, с введением новой экономической политики (как «временного отступления»), с сохранением командных высот в руках государства), предполагающей использование рынка и рыночных регуляторов в целях

восстановления экономики, стало неизбежным воссоздание рынка ценных бумаг и биржевой сети.<sup>178</sup> К осени 1926 г. существовало уже 114 бирж. Высший Совет Народного Хозяйства предложил всем хозяйственным единицам вступить в члены биржи, посещать биржевые собрания, все торговые операции производить преимущественно на бирже и руководствоваться биржевыми ценами (приказ ВСНХ от 2.01.22 г. № 1). Биржи признавались «мощными и гибкими орудиями развития и регулирования торгового оборота», оказывающими воздействие, которое «не может быть достигнуто в порядке административном» (письмо Наркомата внутренней торговли от 22.09.1924 г.). Значительная часть бирж была учреждена по инициативе и с участием государственных органов. С 1922 г. при товарных биржах могли создаваться фондовые отделы. К 1925 г. их было учреждено 10, крупнейшими из них были московский и ленинградский, основные виды обращающихся ценностей - иностранная валюта и государственные ценные бумаги. Объем торгов финансовыми инструментами составлял примерно 3-4% товарных сделок. Законодательством разрешались специализированные фондовые биржи, однако на практике они (как и до 1917 г.) созданы не были. Фондовая биржевая торговля могла осуществляться в отношении иностранной валюты, банкнот, ценных бумаг, благородных металлов. Как и через 70 лет, тогда значительная часть оборотов фондовых отделов при их возникновении (около 40% в 1924-25 гг.) была связана с куплей-продажей иностранной валюты, в дальнейшем подавляющая часть оборотов (97-99%) относилась к ценным бумагам. Схожесть с современными российскими биржами также в том, что фондовый рынок носил во многом межбанковский характер (более 60% оборотов приходилось на банки).

По мере усиления административного регулирования экономики в 1926-1930 гг. и постепенного перехода к директивному распределению продукции значение бирж как инструмента организации рыночного обращения товаров, постоянно падало. В 1927 г. по решению властей (постановление ЦИК и СНК СССР от 21.01.27) количество бирж было сокращено до 14 «в крупных узловых торговых пунктах», им было предложено сосредоточиться на «товарах, действи-

---

<sup>178</sup> Биржевое законодательство (сборник постановлений).- М.: Всесоюзный Совет Съездов Биржевой Торговли, 1925.- 437 с.; Большая Советская Энциклопедия. Том шестой, статья «Биржа».- М.: Советская энциклопедия, 1927.- С. 371-386; Васильев Г.А., Каменева Н.Г. Товарные биржи. - М.: Высшая школа, 1991.- 111 с.; Воловик А.М., Семенов А.В.

тельно нуждающихся в посредничестве». В 1929 г. были закрыты фондовые отделы товарных бирж (кроме двух в Москве и Владивостоке). В феврале 1930 г. деятельность бирж в качестве оптовых рынков, полностью не совпадающая с нерыночным хозяйственным механизмом 30-х - 80-х годов, была прекращена. Аналогичные процессы в конце 20-х- начале 30-х годов происходили в банковском и страховом секторах. Укрупнились банки, нарастало их огосударствление, движение кредита подчинялось плану, всё более заметен был отказ от коммерческих критериев деятельности. Всё в большей мере огосударствлялась собственность на предприятия. Как следствие, на рубеже 30-х годов рынок ценных бумаг (в особенности акций как титулов права собственности), прекратил существование.

*Сценарий перехода к фундаменталистской экономике. Фундаменталистская экономика*<sup>179</sup> (например, Иран) характеризуется ориентацией на *особый национальный путь развития и отгороженность* от индустриальных стран. Страна становится монокультурной, *замкнутой* в религиозном и идеологическом отношении. В свою очередь, это означает *закрытость экономики, рынок при сильной роли государства* как производителя и собственника, ограниченность доступа иностранного капитала, замедленные темпы модернизации, возникновение элементов централизованного планирования и распределения продукции.

*Финансовый сектор в фундаменталистской экономике.* В финансовой сфере *гипертрофирована роль бюджета и центрального банка*, масштабной станет практика дотационного кредитования и бюджетного финансирования приоритетных отраслей, субсидирования процентных ставок, централизованного планового распределения кредитных ресурсов. *Огосударвленность банков* (в том числе с точки зрения собственности на банки), растущая *концентрация* проблемных активов, инфляция, *подавленное состояние* рынка ценных бумаг, вытесненного банковским кредитом, *отсутствие* массовых розничных и институциональных инвесторов, *неразвитость* инфраструктуры и стены между внутренним и внешними финансовыми рынками означают *провинциализм*

---

Три эпохи биржи в России. - М.: Финансы и статистика, 1993.- 93 с.; Экономическая жизнь СССР. Хроника событий и фактов 1917- 1965. Книга первая. - М.: Советская энциклопедия, 1967.- 439 с.

<sup>179</sup> Термин введен автором для целей настоящего исследования.

*фондового рынка*, его незначительность и высокие риски, сохранение низкого уровня развития финансово-банковской системы. Официально разрешенные *валютный и срочный рынки* не будут существовать (первый - в силу закрытости экономики, второй - в силу спекулятивного, по мнению властей, характера и отсутствия потребностей хозяйственного оборота в срочных операциях).

Например, в *Иране*<sup>180</sup> после исламской революции конца 70-х годов и перехода к политике фундаментализма была существенно расширена государственная собственность на нефтедобывающие и другие крупные предприятия, введены элементы прямого национального планирования, при сохранении частной собственности в сельском хозяйстве и на небольшие компании, работающие в сфере торговли и услуг. К середине 90-х годов более 70% добавленной стоимости в промышленности создавала небольшая группа государственных предприятий, в финансовом секторе доминировали 10 коммерческих и специализированных банков, находящихся в государственной собственности.<sup>181</sup> Широко использовались централизованно устанавливаемые и субсидируемые цены и ставки доходности, множественность валютных курсов, субсидии убыточным отраслям и т.п.

В результате, в соответствии с оценкой, сделанной *Тегеранской фондовой биржей*<sup>182</sup>, начался период, когда рынок акций находился «на мертвой точке», при этом рынок облигаций был ликвидирован по религиозным соображениям (в исламе процент запрещен). Ликвидность рынка была незначительна, собственность крайне концентрирована (5 крупнейших акционеров владели более чем 82% акций компаний, прошедших листинг на Тегеранской фондовой бирже), капитализация рынка акций находилась в пределах 10-15% ВВП (1999 г.), на рынке акций доминировали институциональные инвесторы, являвшиеся либо правительственными агентствами, либо банками, находящимися в государственной собственности.<sup>183</sup>

---

<sup>180</sup> Islamic Republic of Iran: Recent Economic Developments. IMF Staff Country Report № 00 / 120. – Wash.: IMF, September 2000. – 149 p.

<sup>181</sup> Ibid, P.P. 7, 15.

<sup>182</sup> Источник: сайт Тегеранской фондовой биржи в Интернете (<http://www.tse.or.ir>).

<sup>183</sup> Islamic Republic of Iran: Recent Economic Developments. IMF Staff Country Report № 00 / 120. – Wash.: IMF, September 2000. – P. 29.

*Сценарий перехода к либеральной экономике.*<sup>184</sup> Либеральная экономика *характеризуется* ограничением государственного вмешательства в экономическую и социальную жизнь, расширением сферы рыночных отношений, сужением доли государственной собственности, открытием рынков к конкуренции, снятием различного рода ограничений на функционирование рынка (при создании сильного государственного надзора), ослаблением административного контроля над ценами, процентом, снятием таможенных барьеров, сужением сферы централизованного дотирования, субсидируемых кредитов и т.п. В отличие от практики 90-х годов в России, эта модель экономики создается политической стимулирующей хозяйственного роста, курсом на строительство открытой рыночной, агрессивной, ориентированной на несырьевой экспорт индустриальной экономики, обеспечивающей максимально высокий уровень жизни и образования граждан. В этом случае российская финансово-банковская система будет активно интегрироваться в международное сообщество. Дефицит денежных ресурсов будет покрываться за счет роста внутренней денежной базы и импорта капиталов. Рынок ценных бумаг станет массовым, ликвидным, его риски понизятся, начнется быстрый рост эмиссий в реальном секторе и повышение курсовой стоимости финансовых активов. Рынок ценных бумаг всё в большей мере начнет приобретать индустриальный и неспекулятивный характер.

Вместе с тем, как будет показано ниже, *либеральная экономика* сама по себе может существовать в *различных моделях* (англо-саксонской, германо-французской, японской, шведской и т.д.), которые имеют *существенные различия* в роли государства, структуре собственности в хозяйстве, в устройстве фондового рынка, в структуре финансирования реального сектора и т.д.

*«Эклектичная» или многоукладная экономика.* Рассмотренные выше *модели социально-экономической жизни общества и их влияния на фондовые рынки* являются *теоретическими обобщениями*. В экономике любой конкретной страны присутствуют *элементы* каждой из этих *моделей*, ограничивающие или, наоборот, расширяющие ту роль, которую играет фондовый рынок в перераспределении денежных ресурсов и финансировании инвестиций. Во-

---

<sup>184</sup> Термин введен автором для целей исследования и используется как синоним индустриальной рыночной экономики, в которой, независимо от страновой модели, достигается и постоянно поддерживается высокая степень либерализации экономических и социальных отношений.

прос только в том, какая модель и в какой конкретной стране является доминирующей.

Сочетание различных «социально-экономических укладов» (в марксистской терминологии) особо выражено в переходных экономиках – в России, странах СНГ, Балтии и других странах Центральной и Восточной Европы. Эти экономики не могут быть однородными, формируя «либеральную», «фундаменталистскую» или тем более «директивную» в своем характере экономику. Незавершенность структуры собственности, переходный характер идеологии, жесткость внешней конкуренции, испытываемой при открытии рынков, высокая волатильность, политическая борьба сил, ориентирующихся на противоположные модели развития общества, – все эти факторы предполагают, что экономическая модель таких стран эклектична. В ней менее выражены доминанты. Попытки открытости сочетаются с жестким протекционизмом, на смену волнам приватизации приходят (вслед за кризисами) процессы, выражающиеся в усилении роли государственного сектора и в расширении регулятивной роли государства. Сам переход от директивных к открытым рыночным экономикам цикличен, на этом пути существуют риски возникновения фундаменталистских обществ и экономик, в которых исповедуется особый национальный путь развития и отгороженность. Сохраняются возможности того, что переходные экономики вернутся в попытках преодолеть кризис к своей директивной форме.

«Многоукладность» экономики неизбежно будет оказывать прямое влияние на фондовый рынок, его объемы, структуру и динамику, что будет рассмотрено на примере России в *разделе 3*.

### **2.1.2. Традиционные ценности населения и фондовый рынок**

Как объяснить *масштабные различия* в структуре собственности, роли государства, в объеме и структуре финансового рынка, присущие индустриальным экономикам, их различным моделям (*табл. 2.5*)? Каковы причины сокращения доли населения в акционерных капиталах, снижения насыщенности рынков акциями от США и Великобритании к Японии, Франции и Германии - при параллельном росте долговой составляющей экономики, доли облигационных рынков? Какую ценность имеет этот анализ для России?

Таблица 2.5\*

**Связь структуры собственности и количественных и качественных характеристик рынков ценных бумаг**

	США	Великобритания	Япония	Франция	Германия
<i>Структура акционеров (доли акционерных капиталов, находящиеся в собственности), %, конец 1995 г.</i>					
Население	36.4	29.6	22.2	19.4	14.6
<i>Параметры фондовых рынков, конец 1996 г.</i>					
Капитализация биржевых рынков акций / ВВП, %	117.2	151.0	60.0	38.5	28.4
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, %	67.2	86.4	198.5	266.0	479.0
Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых рынках / Капитализация биржевых рынков акций, %	33.1	44.4	122.8	148.8	285.6
Рыночная стоимость непогашенных долговых ценных бумаг внутренних эмитентов по данным BIS / Капитализация биржевых рынков акций, %	137.0	41.7	153.7	210.0	279.7

\*Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI - Factbook 2000 (Section 08.6-4); FIBV Annual Reports, IFC Emerging Stock Markets Factbooks, IMF – IFS, BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments.

Как следует из **табл. 2.5**, доля индивидуальных инвесторов в структуре акционерных капиталов колеблется от 36.4% в США и 29.6% в Великобритании до 22.2% в Японии, 19.4% во Франции и 14.6% в Германии (конец 1995 г.). Степень насыщенности хозяйственного оборота акциями на конец 1996 г. варьирует от 117% в США и 151% в Великобритании до 60% в Японии, 38.5% во Франции и 28.4% в Германии. И, наоборот, именно Германия имеет самые объемные облигационные рынки (менее рискованный для индивидуального инвестора финансовый инструмент в сравнении с акциями) при том, что степень насыщенности фондового рынка облигациями в США и Великобритании наиболее низкая среди указанных стран. Германские розничные инвесторы в значительно большей степени предпочитают традиционно банковские продукты, связанные с наименьшей степенью риска (например, банковские депозиты), в то время, как, например, венчурное - очень рискованное - финансирование в акции молодых компаний высоких технологий является одним из наиболее интересных финансовых решений для инвестора из США. **Эту несопоставимость рынков нельзя объяснить иначе, чем различиями в экономическом поведении населения**, основанными, в свою очередь, на национальном характере, религии, традициях.



Национальный характер должен быть *суммой* качеств, являющихся общими, сквозными для индивидуальностей, составляющих национальное население.<sup>185</sup> «Народ, порождающий язык, нравы и право, сам представляет из себя личность, «исторический индивидуум».<sup>186</sup> «Этнопсихология... - междисциплинарная отрасль знания, изучающая этнические особенности психики людей, национальный характер, закономерности формирования и функции национального самосознания, этнических стереотипов и т.д.»<sup>187</sup> (в начале XX века В.Вундт определил ее как «психологию народов»).

Структура собственности в стране, роль, объем и структура фондового рынка прямо определяются:

**-степенью принимаемого населением риска**, его активностью, инновационной составляющей в его поведении, стремлением к индивидуальной экономической свободе или, наоборот, к социальной опеке, иерархичности;

**-степенью подконтрольности** и защищенности со стороны государства и корпораций, ожидаемой и принимаемой населением;

**-влиянием религиозного и социокультурного фактора** (степень индивидуализма, закладываемая религией, философия активности - пассивности, одобрение религией деятельности, приносящей прибыль, степень иерархичности, степень личной свободы, цели, которые ставятся перед индивидом в жизни);

**-склонностью к сбережениям**, к улучшению материальной стороны жизни, прагматичностью, традициями выбора финансовых продуктов.

«Горячей» отраслью финансовых исследований в 90-е годы стали **«поведенческие финансы»** (behavioural finance), связывающие **социокультурные стандарты инвесторов**, их **психологию** и **принятие инвестиционных решений**. Такие понятия, как «протестантский капитализм», «шведская модель», «японская экономика консенсуса», «германская социальная рыночная экономика», «французский путь развития фондового рынка», «исламские финансы», «континентальное банковское дело», «англо-саксонская модель фондового рынка» отражают экономическую и социо-культурную реальность.<sup>188</sup>

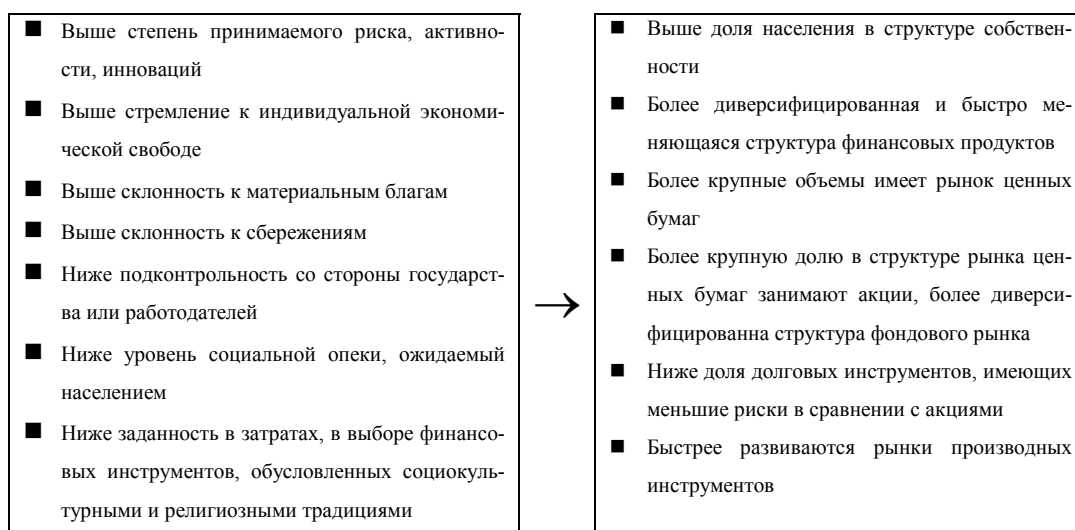
<sup>185</sup> N. Cottlieb, H. Kress. Judgements of National Character among American and British Informants.- United States: University of Connecticut.- 1999 (Internet: <http://chief.anth.uconn.edu/>).

<sup>186</sup> Один из основоположников экспериментальной психологии и психологии народов Вильгельм Вундт (Wilhelm Wundt, 1832 - 1920) сделал это замечание в части III «Индивидуум и нация» книги: Вундт В. Проблемы психологии народов. - М.: Изд-во "Космос", 1912. - 160 с.

<sup>187</sup> Психология. Словарь / Под ред. Петровского А.В., Ярошевского М.Г. - М.: ИПЛ, 1990. - С. 468.

<sup>188</sup> Пауль Фишер, обобщая в своей книге «Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности» результаты многих исследований взаимосвязи культуры и экономики, выделяет следующие основные

Связь *экономического поведения населения и фондового рынка* представлена в следующей *схеме*:



Влияние *социокультурных и религиозных факторов* на *организацию финансовых рынков* является областью специальных исследований, требующих осторожного и объективного использования обширного материала, затрагивающего самые чувствительные стороны в миропонимании и достоинстве людей. Пример влияния социокультурных традиций на сбережения населения, являющиеся основой фондового рынка: «Существующие социальные обычаи и традиции пакистанского общества очень сильно влияют на то, как расходуются деньги в домашних хозяйствах. Большинство пакистанских семей вынуждены осуществлять расходы, продиктованные... социальными и историческими традициями, которые в действительности мешают мобилизации ресурсов. Например, свадебные и похоронные затраты семьи обычно намного превышают ее возможности».<sup>189</sup>

---

культуры мира с их типичными странами – представителями: англосаксонская (Великобритания, США, Канада, Австралия, Новая Зеландия), северо/центральноевропейская (Германия, Австрия, Швеция, Финляндия, Швейцария), восточно/центральноевропейская (Россия, Польша, Украина, Чехия, Болгария), романская (Франция, Италия, Испания, Португалия, Бразилия, Мексика, Аргентина, Перу), арабская (Саудовская Аравия, Сирия, Египет, Бахрейн), юго-восточная и восточно-азиатская (Япония, Китай, Тайвань, Индонезия, Малайзия), южно-азиатская (Индия, Пакистан), африканская (Нигерия, ЮАР). «Культура в современном мире может рассматриваться как комбинация или переменная двух типов: индивидуализм и коммунитаризм или коллективизм. Индивидуализм исповедует атомарную концепцию общества, делая упор на личной инициативе, единоличном принятии решений и личных достижениях. В противоположность этому коммунитаризм является более органичным; он подчеркивает важность группировок и организаций, которые принимают решения и защищают индивидуумов в обмен на их деятельность. Быстрое экономическое развитие восточно-азиатских стран (Китай, Япония, Южной Кореи) было движимо сильной групповой ориентацией и межорганизационной кооперацией, с сильным акцентом на государственное планирование и стратегическое руководство. С другой стороны, англосаксонские культуры (Великобритания, США) исповедуют принцип *laissez-faire*..., характеризуемый слабым вмешательством государства... Такие экономики не используют активные промышленные стратегии, а национальные правительства в основном служат для того, чтобы охранять важные секторы экономики от всплесков международной конкуренции. Большинство стран континентальной Европы исповедуют социальную рыночную экономику, лежащую где-то между *laissez-faire* и стратегическим государственным макро – планированием азиатского типа». Цит. по кн. Фишер Пауль. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999. – С. 413.

<sup>189</sup> Зафар Икбал Захид. Развитие и современное состояние фондового рынка Пакистана / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия, 2001 – С. 11.

Анализ, приведенный ниже, является вводным. Он суммирует основные факты и ставит дискуссионные вопросы. Ответы на эти вопросы могут появиться в результате дальнейших исследований за рамками настоящей работы.

### *Англо-саксонская традиция и рынок ценных бумаг*

Анализ *структуры финансирования* хозяйства (США, Великобритания) (табл. 2.5) приводит к традиционному выводу о том, что *розничных инвесторов*, воспитанных в англо-саксонской традиции, или, как ее называют, *традиции «протестантского капитализма»*, отличает *более отчетливая приверженность риску, бóльший экономический индивидуализм, меньшая подконтрольность государству и крупным компаниям*. В соответствии с результатами исследования за 1995 г., опубликованным NYSE, *доля акционеров – физических лиц в США, принимающих уровни риска выше среднего, составляет более 25%; средние риски – более 50%*.<sup>190</sup> Десятки лет норма семейных сбережений в США и Великобритании была значительно ниже, чем в Германии и Японии,<sup>191</sup> что, в частности, отражает меньший консерватизм и большую приверженность риску населения, живущего в англо-саксонской традиции.

*«Протестантский» капитализм*. Безусловно, когда говорят о «протестантском» капитализме (большой частью имея в виду англо-саксонскую модель рыночной экономики), прибегают к сознательному упрощению. Это дает возможность выделить, при прочих равных, влияние религиозного фактора на национальный характер, на модель экономического поведения населения. Неслучайно замечание К.Маркса: «Монетарная система по преимуществу – католическая, кредитная по преимуществу – протестантская».<sup>192</sup> В классической работе *Макса Вебера «Протестантская этика и дух капитализма»*<sup>193</sup> указывается на лучшие результаты, достигаемые протестантами в сравнении с католиками в деловой и финансовой сферах (протестанты доминировали в бизнесе США до 60-х годов XX в.)<sup>194</sup>. Вебер выделял *черты протестантизма*, формирующие активное, *ориентированное на прибыль финансовое мышление*: выраженный индивидуализм, запрет на растрату времени, обязанность интенсивного труда,

<sup>190</sup> NYSE Shareownership Study 1995 (www.nyse.com).

<sup>191</sup> Альбер М. Капитализм против капитализма. – Санкт-Петербург: Экономическая школа, 1998. - С. 19.

<sup>192</sup> Маркс Карл. Капитал. Том второй. – М.: Издательство политической литературы, 1984. – С.647.

<sup>193</sup> Цит. по: Weber Max. The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism. - Prentice-Hall, Inc.- 1958.- 292 p.

опора на средний класс, сбережение и приумножение средств как жизненная обязанность.<sup>195</sup>

Нельзя забывать также о том, что США или Канада, будучи странами эмигрантов, принимали наиболее рискованных, способных самостоятельно действовать людей, что повлияло на традиции, психологию и рыночный потенциал населения.

Вебер считал, что «религиозные силы... оказывают определяющее влияние на национальный характер» (Глава 5).<sup>196</sup> По его мнению, следующие черты протестантизма приводят к формированию активного, ориентированного на прибыль финансового мышления:

-единственный способ жизни в согласии с Богом, единственное призвание индивида - в добросовестном, при всех обстоятельствах выполнении ежедневных обязанностей, требуемых жизнью;

-резко выраженный индивидуализм. «Чувство беспрецедентного внутреннего одиночества индивида. В том, что было наиболее важной вещью в жизни... в своем вечном спасении, он был принужден проходить свою дорогу один, с тем, чтобы встретить свое предназначение, как оно было определено ему вечностью. Никто не мог помочь ему. Ни священник... ни обеты... ни церковь...»<sup>197</sup>;

-запрет на растрату времени, обязанность интенсивного труда, труд как призвание, которому должно следовать; зажиточность как одна из обязанностей («желать бедности - то же, что желать болезни»); максимальное количество рабочих дней; рациональность мышления и организации;

-опора на средний класс, на людей, которые «сделали сами себя»; сбережение и приумножение средств как жизненная обязанность, в сочетании с ограничением потребностей; культ честности (прежде всего, в коммерции) (по Кальвину, никто не знает, предопределен ли он Богом к спасению или к гибели. Каждый, напротив, должен думать, что он является божьим избранником, и напрягать всю свою энергию, чтобы своей деятельностью и жизнью показать, что он предопределен к спасению).<sup>198</sup>

Индивид обязан в рамках существующего экономического порядка предпринимать *все лучшие усилия* для выполнения своих ежедневных, в том числе профессиональных, обязанностей, и в этой связи зарабатывать денег в рамках, установленных законом, деятельность, ориентированная на получение прибыли,

---

<sup>194</sup>Collins R. Introduction to Max Weber's «The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism (Internet: <http://nimbus.ocis.temple.edu/~ychoi/protest.html>).

<sup>195</sup> Дополнительные материалы по связи католицизма, иудаизма и протестантизма с развитием капиталистической экономики и рынка ценных бумаг см. у В.Зомбарта. Например, в кн.: Зомбарт В. Буржуа. – М.: Изд-во «Наука», 1994. – 443 с.

<sup>196</sup> Цит. по: Weber Max. The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism. Prentice-Hall, Inc.- 1958.- 292 p.

<sup>197</sup> Weber Max. The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism. Prentice-Hall, Inc.- 1958.- 292 p. (Chapter IY).

<sup>198</sup> Большая Советская Энциклопедия: М.: ОГИЗ РСФСР.- Том 48.- 1941.- С. 687.

«является результатом и выражением его добродетели и умения в выполнении призвания», становится основой той *протестантской этики*, которая выражена фразой Бенджамина Франклина - «время - деньги».<sup>199</sup>

### ***Влияние исламской традиции***

Исламская традиция проявляет себя в форме *исламских финансов* как *формы финансового рынка, основанной на соблюдении инвесторами запрета ислама на взимание процента*. Исламские финансовые институты не могут взимать заранее установленный процент, ведут операции в форме долевых учас- тий, сдачи имущества, купленного банком для клиента, в аренду (арендная плата не запрещена), приобретения имущества и перепродажи его банком кли- енту в рассрочку с надбавкой, отражающей плату за риск. Для привлечения денежных ресурсов вместо процентных депозитных счетов используются акции, взаимные фонды, сберегательные и инвестиционные счета, выплаты по кото- рым заранее не фиксированы, происходят на началах разделения прибылей с банком. Например, *исламский финансовый сектор в Пакистане* характеризуется следующим:<sup>200</sup>

«Коран подчеркивает, что справедливость (Адл) должна быть во всех обменных согла- шениях. Недопустимо присвоение чужого имущества посредством торговли (ал-Ниса). Адл тре- бует, чтобы обмениваемые предметы имели одинаковую ценность. Азартные игры и предостав- ление кредита под проценты (риба – название процентной ставки в исламской экономике) обяза- тельно заканчиваются обменом неравнозначных ценностей. Вот почему, наверное, Коран за- прещает и азартные игры, и ссуды, и спекуляцию (ал-бакра; 219; ал-Майдах; 93-94)... Спекуляция связана с владением акциями в течение короткого срока. Спекуляция строго запре- щена из-за сходства с азартными играми. Спекуляция запрещена, потому что и спекуляция, и игра – всего лишь перераспределение собственности между участниками».

«Все долговые бумаги представляют собой фиксированную сумму обязательств. Про- дажа долговых инструментов по цене ниже или выше номинальной стоимости – это неэквива- лентный стоимостной обмен, т.е. риба». Соответственно, «трудностью было разработать и вы- пустить подходящие правительственные ценные бумаги. Достаточно свободная трактовка му- сульманских принципов допускает выпуск дисконтных бумаг...в попытке сделать финансовую систему мусульманской название «проценты» было изменено на наценка (mark-up)».<sup>201</sup>

<sup>199</sup> Weber Max. The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism. Prentice-Hall, Inc.- 1958.- 292 p. (Chapter II).

<sup>200</sup> Зафар Икбал Захид. Развитие и современное состояние фондового рынка Пакистана / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия, 2001 – С. 43-44.

<sup>201</sup> Там же. С. 45.

В 1991 г. Федеральный шариатский суд запретил всякие банковские операции, основанные на взимании процентов, как противоречащие исламу. Правительство подало апелляцию в шариатскую палату Верховного суда Пакистана, которая поддержала запрещение и потребовала от правительства в 2000 – 2001 гг. перейти на полностью беспроцентную систему банковского дела. «Последнее решение суда гласит о том, что даже такие методы, как мурахба (наценка), бай–мауджал (продажа с отсроченным платежом) и другие, так называемые беспроцентные, методы являются немусульманскими... в них прочно вплелись элементы риба (процента)».<sup>202</sup>

В результате на рынке ценных бумаг *отсутствуют облигации*. Так, в *Пакистане, Бахрейне, Кувейте, Индонезии, Иране* рынки облигаций отсутствуют. В *Пакистане* структуру финансового рынка определяет Комиссия по исламизации экономики, государственные облигации конвертируются в доли взаимного фонда, основанного на проектном финансировании. За счет средств взаимного фонда будет финансироваться правительство.<sup>203</sup> В *Иордании* отношение биржевых оборотов по облигациям к оборотам по акциям составляло в 1998 г. 0.009, в *Египте* – 0.058, *Омане* – 0.022.<sup>204</sup> В статистике *BIS* по долговым ценным бумагам исламские страны практически не представлены.<sup>205</sup>

В конце 90-х годов в Малайзии властями был учрежден *Исламский рынок капиталов (Islamic Capital Market)* в качестве *официального сегмента* фондовой биржи в Куала-Лумпуре (*Kuala Lumpur Stock Exchange*).<sup>206</sup> С этой целью в *Комиссии по ценным бумагам Малайзии* было создано специальное подразделение, регулирующее этот рынок, и *Консультативный совет*, состоящий из муфтиев, исламских богословов и исследователей и исламских финансовых экспертов.

*Консультативным советом* утверждается *список ценных бумаг*, которые признаются *соответствующими мусульманским принципам*: отсутствие ростовщичества (процента), азартных игр (остроспекулятивных ценностей), несвязанность ценных бумаг с финансированием производства и продажей продуктов питания, запрещенных исламом, и др. В частности, в этот список (состоящий из бумаг нескольких десятков компаний) включались такие *виды ценных бумаг*, как обыкновенные акции и подписные права на них, некумулятивные привилегированные

<sup>202</sup> Там же. С. 47-48.

<sup>203</sup> Там же. С. 49.

<sup>204</sup> International Federation of Stock Exchanges. Annual Report 1998.

<sup>205</sup> См. ежеквартальные обзоры BIS (Bank for International Settlements), опубликованные в Интернете на сайте [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>206</sup> Источник: официальный сайт в Интернете Комиссии по ценным бумагам Малайзии: [sc.com.my](http://sc.com.my), раздел Islamic Capital Market.

акции, долговые инструменты с zero-купонами, фьючерсы на индекс. Определены *брокерские компании* и *инвестиционные фонды*, признаваемые *исламскими финансовыми институтами*. Комиссия по ценным бумагам Малайзии осуществляет *мониторинг* финансовых инструментов и участников рынка с позиций соответствия их статусу исламских и т.д. После утраты той или иной ценной бумагой статуса соответствия религиозным принципам исламские инвесторы, как правило, обязаны продать ее, а курсовую прибыль, полученную после вынесения такого решения, направить на благотворительные цели.

В 1999 - 2000 гг. появились *исламские фондовые индексы (Kuala Lumpur Stock Exchange (Малайзия, март 1999 г.), Jakarta Stock Exchange, (Индонезия, июль 2000 г.))*. В них включены акции компаний, объявивших о приверженности принципам ислама и о соблюдении этих принципов в своих операциях (например, при производстве продовольствия, в финансовых операциях).<sup>207</sup>

*Формой преодоления запрета ислама на взимание процента* (исламские правительства нуждаются в заемных ресурсах) является выпуск нерыночных «бумаг участия» (participation papers), «бумаг партнерства» (partnership papers),<sup>208</sup> приобретая которые, инвесторы могут направлять средства под конкретные проекты (жилищное строительство, инвестиции в госпитали, автомобильные дороги и т.п.) для «совместного финансирования» вместе с центральными и региональными властями. «Совместность участия» в финансировании (вместо предоставления средств в ссуду), выплата дохода в форме не процента, а доли прибыли, признана «исламской» формой финансирования.

Следствием *исламизации финансовых рынков* становится *их упрощенная структура*, повышенная доля банков, депрессивное состояние фондового рынка (при преимущественном развитии рынка акций и долей инвестиционных фондов), отсутствие крупных иностранных инвестиций (исламские рынки более закрытые), преобладание фамильных инвесторов в акционерные капиталы в качестве контролирующих деятельность компаний. Как немусульманская деятельность запрещены срочные сделки с ценными бумагами, продажи без покрытия.<sup>209</sup>

<sup>207</sup> International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. - 1999. - № 74. - P. 12; 2000. - № 91. - P. 4.

<sup>208</sup> Islamic Republic of Iran: Recent Economic Developments. IMF Staff Country Report № 00 / 120. - Wash.: IMF, September 2000. - P. 29.

<sup>209</sup> Зафар Икбал Захид. Развитие и современное состояние фондового рынка Пакистана / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - М.: Финансовая академия, 2001 - С. 79.



Соответственно, в рамках *исламских финансов* (с учетом иерархичности, присущей исламскому обществу) *трудно ожидать возникновения массового розничного инвестора в ценные бумаги*, принимающего высокие риски, ориентированного на масштабные и ликвидные фондовые рынки, для которого бы индивидуализм в принятии финансовых решений был бы значащей ценностью.

### ***Японская модель экономического поведения населения***

Обычно к *особенностям* японской модели экономического поведения населения (тенденция «вестернизации» и кризисные явления 90-х годов затронули, но не изменили рассмотренную ниже модель в существенных чертах) относятся:

***-стремление к иерархичности***, традиция верности лицам, стоящим на более высокой ступени власти (в государстве или бизнесе);

***-ограниченную трудовую мобильность*** (система пожизненного найма, которая в послевоенные годы стала одной из отличительных черт японской экономики). Например, по данным социологического исследования,<sup>210</sup> средний срок службы работника в одной и той же компании составлял в США (1991 г.) – 6.7 лет (свыше 20 лет – 8.8% работников), Германии (1990 г.) – 10.4 года (свыше 20 лет – 16.7% работников), в Японии (1990 г.) – 10.9 лет (свыше 20 лет – 19.3% работников); демонстрировалось стремление к продвижению по вертикали, внутри компании или правительственных ведомств (90% работников),<sup>211</sup> а не по горизонтали (свободные профессии, обеспечение экономической свободы, большая приверженность риску);

***-готовность быть опекаемым***. По опросу 1983 г.,<sup>212</sup> 89% японцев предпочитают руководителя, который требует дополнительной, сверх нормы работы, но при этом обеспечивает дополнительную социальную защищенность (через опеку, вмешательство в частную жизнь). Напротив, большинство западных участников опроса выбрали руководителя, при котором они работали бы в строго определенных правилами пределах и при этом никакого вмешательства в их

---

<sup>210</sup> Jackson G. Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- P. 60.

<sup>211</sup> Ushio J., Dore R. Constancy and Change in Japanese Management // Japan Echo.-1999.- Vol. 26, No. 2.

<sup>212</sup> Hayashi C. The National Character in Transition // Japan Echo.-1988.- Vol. 15, Special Issue.

частную жизнь - с целью большей социальной защищенности - не производилось;

**-предпочтение** исполнительным руководством компаний **интересов персонала - интересам акционеров** («корпорация-сообщество», «корпорация-семья», сохранение занятости и оплаты труда в ущерб дивидендам, значительные социальные выплаты, использование системы оплаты труда, в которой ее размеры гарантированно возрастают с возрастом работника). Иной подход, чем в англо-саксонской модели (ориентация на рост курсовой стоимости акций, прибыли, распределяемые среди акционеров, в ущерб платежам работникам)<sup>213</sup>;

**-выраженный коллективизм**, большее подчинение общественному, чем индивидуальному, склонность к самоограничениям (этика «честной бедности», самопожертвования делу); осознание особого цивилизационного значения и миссии Японии в мире;

**-более высокая норма сбережений** населения, чем в англо-саксонской традиции.

**Религиозный фактор.** По оценкам исследователей, в период новейшей истории происходит переориентация буддизма, одной из двух основных религий Японии, на поддержку деятельности, приносящей прибыль.<sup>214</sup> Процесс обновления буддизма сравним с европейской реформацией, с возникновением протестантизма (упрощение доктрины и культа, нацеленность на индивида, отмена института духовенства, одобрение деятельности, приносящей материальную выгоду).

**Последствия для рынка ценных бумаг.** Финансовый рынок в целом должен носить долговой характер (**табл. 2.5**), розничный спрос на акции - жестко ограничен при том, что в силу обстоятельств (массовое распределение акций среди розничных инвесторов сразу после второй мировой войны) сегмент розничных акций имел в течение десятилетий существенный объем (хотя доля рынка, приходящаяся на розничных инвесторов, сокращалась). Очевидно, что модель экономического поведения населения должна поставить рынок ценных бумаг Японии (с точки зрения его объема, сложности структуры, развитости сегмента акций), при прочих равных, за фондовым рынком США при том, что

<sup>213</sup> Ushio J., Dore R. Constancy and Change in Japanese Management // Japan Echo.-1999.- Vol. 26, No. 2.

<sup>214</sup> См., например, исследование Барнетт М. (<http://www.vladivostok.com>).

эти рынки должны превосходить, например, любые исламские финансовые рынки не только в настоящем (что очевидно), но и в будущем.

### ***Особенности экономического поведения населения Германии***

Несмотря на различия религиозных традиций, многие ***существенные черты делают схожими*** модели экономического поведения населения Японии и Германии. К ним относятся:

-практицизм, ***приверженность иерархичности***, меньшая, чем в англо-саксонской модели, трудовая мобильность, стремление к социальной защищенности, меньшая, чем в англо-саксонской модели, приверженность риску, высокая норма сбережений населения. Как подчеркивает Х.-У. Дёриг, обосновывая различия между коммерческим и инвестиционным банковским делом в Германии и США, у одной стороны – «стабильность, лояльность, надежность, некоторая неповоротливость и осторожность», перемены рождают неуверенность (Германия), у другой – «гибкость, изобретательность, стремление к риску, оппортунизм, агрессивность», перемены рассматриваются как вызов (США)<sup>215</sup>;

-***предпочтение*** исполнительным руководством компаний ***интересов персонала интересам акционеров***, существенно ***меньшая***, чем в англо-саксонской практике, ***ориентация*** менеджмента компаний на ***рост курсовой стоимости акций*** на рынке, на высокие дивиденды. Как следствие, возникают отличия в ***структуре корпоративного управления*** германской модели от англо-американской. По мнению А.Б.Фельдмана, «система унитарных советов, сложившаяся в США, отражает понятие о тождественности корпорации и ее акционеров, в связи с чем деятельность во имя корпорации считается деятельностью ради акционеров...Германская модель двойного совета (наблюдательный совет и исполнительный совет) основана на представлении о том, что забота и задачи компании превосходят по своим объемам задачу служения акционерам. В своей деятельности компания обязана учитывать интересы многочисленных и разных «соучастников», которые оказывают на нее влияние и, в свою очередь,

---

<sup>215</sup> Дёриг Ханс – Ульрих. Универсальный банк – банк будущего. – М.: Международные отношения, 1999. – С. 66-67.

становятся объектами влияния самой компании (поставщики, потребители, служащие, население, власти)»<sup>216</sup>;

*-более высокая норма сбережений* населения, чем в англо-саксонской традиции, что в известной мере отражает больший финансовый консерватизм мышления и совпадает с чертами поведения населения Японии.

Как следствие (см. *табл. 2.5*), *доля акций* в структуре фондового рынка *незначительна*, розничный спрос на акции резко ограничен, в финансовой сфере *население предпочитает инвестиции с гарантированными выплатами, связанные с меньшим риском*, - депозиты, облигации, страховые полисы.

По мнению одного из крупнейших германских исследователей в области ценных бумаг д-ра фон Розена, одной из причин низкой насыщенности германского рынка акциями является *«инвестиционное поведение частных инвесторов»*.<sup>217</sup> По данным Немецкого института акций (Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI- Factbook 1998) в конце 1996 г. только 6% финансовых активов домашних хозяйств Германии было вложено в акции, 39.2% - в сберегательные и срочные банковские депозиты и счета до востребования, 21.5% - в страховые полисы, 15.5% - в облигации банков и правительства с фиксированным доходом.<sup>218</sup> С 1960 г. доля домашних хозяйств в структуре акционерных капиталов германских предприятий снизилась с 30.33 до 17.59% в 1992 г.<sup>219</sup> и 17.5% в 1999 г.<sup>220</sup>

В экономической литературе существует точка зрения, заключающаяся в том, что в конце XIX – начале XX веков рынок акций в Германии был более развит в сравнении с рынком США, что уровень насыщенности ценными бумагами (оцениваемый по индикатору «Капитализация рынка акций / ВВП, %») был выше в Германии и в ряде других европейских стран, чем в США и Великобритании. По расчетам R.G.Rajan и L. Zingales указанный индикатор составлял в 1913 г. в Великобритании – 109%, во Франции – 78%, в Австрии – 76%, Германии – 45%, США – 41%, России – 18%.<sup>221</sup> Эти факты показывают,

<sup>216</sup> Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – С. 12-13.

<sup>217</sup> Von Rosen R. Developments in the German Equity Market and Its Regulation // Journal of Financial Regulation and Compliance.-1998.- vol. 6, №3.- P.P. 238-248.

<sup>218</sup> Deutsches Aktieninstitut.V. DAI Factbook 1998, section 07.1-4.

<sup>219</sup> Ibid, section 08.1-2.

<sup>220</sup> Deutsches Aktieninstitut.V. DAI Factbook 2000, section 08.1-3-b.

<sup>221</sup> Rajan Raghuram G., Zingales Luigi. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century. OECD, Economic Department Working Papers No 265. October 2000. – Paris: OECD, 2000. – P.39.

что анализ традиционных особенностей в экономическом поведении населения различных стран, влияющих на структуру финансовых продуктов, должен быть подкреплен развернутыми историко-экономическими исследованиями. В *Германии* к концу XIX века сложилась модель, в рамках которой ключевыми поставщиками долгового и долевого капитала на акционерные предприятия стали банки. «...Банк может кредитовать акционерное общество в большей мере, чем частное предприятие; он может также часть своего денежного капитала вложить в акции на... продолжительное время. Как бы то ни было, во всех этих случаях возникает длительная заинтересованность банка в акционерном обществе: с одной стороны, банк должен контролировать акционерное общество, чтобы получить гарантию правильного использования кредита; с другой стороны, банк подчиняет себе акционерное общество, чтобы обеспечить для себя все прибыльные финансовые операции... Из этой... заинтересованности банков возникает стремление подчинить соответствующие акционерные общества своему постоянному контролю».<sup>222</sup>

В этой модели массовый розничный инвестор отделен от рынка акций, участвует в формировании денежных ресурсов прежде всего через вклады в банках. Другой ее особенностью должно быть преобладание долгового финансирования над акционерным, отсутствие острой необходимости для предприятий прибегать к публичным размещениям своих ценных бумаг как основе привлечения денежных ресурсов. Хотя на рубеже XIX –XX веков во всех странах преобладало долговое финансирование, в Германии, по оценке, перевес долговых инструментов над акциями был значительно выше. Стоимость акций по номиналу, эмитированных в Германии в 1902 – 1907 гг., составляла только 24% от суммы облигаций по номиналу, появившихся в обращении в этот период. В США стоимость акций, допущенных к котировке на Нью-Йоркской фондовой бирже в 1902-1906 гг., была равна 54% стоимости облигаций, прошедших листинг за это время.<sup>223</sup> Германская модель изначально имела долговой оттенок.

Одной из гипотез является та, что становление массовой розничной собственности на акционерные капиталы пришлось в США на 20-е годы, что соз-

---

<sup>222</sup> Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. – Москва - Ленинград: Государственное социально – экономическое издательство, 1931. – С. 127.

дало основу для формирования в будущем самого объемного и ликвидного в мире рынка ценных бумаг.

### **2.1.3. Модели рыночной экономики и структура собственности: как они определяют структуру фондового рынка**

Международная практика дает возможность делать анализ не только в одноцветных терминах директивной, фундаменталистской и либеральных экономик. *Индустриальные рыночные экономики* сами *не однородны*, демонстрируют *различные модели*. Выбор широк: англо-американская модель (протестантский капитализм), «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модели и др. Главные различия между ними - в традиционных ценностях населения (см. *пункт 2.1.2*), в структуре собственности, в степени открытости и, как следствие, в том как, через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает хозяйство денежные средства.

*Воздействие структуры собственности на фондовые рынки.* Чем более *дробной, розничной* является собственность, тем ближе мы к *англо-американскому капитализму*, к рисковому финансированию экономического роста через акции, к меньшей роли долговых обязательств, к крайней диверсификации финансовых инструментов и институтов, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И, наоборот, чем более *оптовая*, состоящая из крупных кусков и контрольных пакетов в стране *структура акционерных капиталов*, тем бóльшую роль, как собственники предприятий, играют банки, тем более «долговой характер» носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники.

Анализ влияния структуры собственности на фондовые рынки содержится в *табл. 2.6* (которая является расширенным продолжением *табл. 2.5*).

Таблица 2.6\*

#### **Расширенная характеристика связи структуры собственности с параметрами фондового рынка**

	США	Великобритания	Япония	Франция	Германия
--	-----	----------------	--------	---------	----------

<sup>223</sup> Рассчитано по: Трахтенберг И.А. Денежные кризисы. – М.: Издательство Академии наук СССР, 1963. – С. 485, 488.

<i>Структура акционеров (доли акционерных капиталов, находящиеся в собственности), %, конец 1995 г.</i>					
Государство	-	0.2	0.5	3.4	4.3
Население	36.4	29.6	22.2	19.4	14.6
Институциональные инвесторы, связанные с населением (в т.ч. инвестфонды, пенсионные фонды и страховые компании)	44.3	50.1	22.5	3.9	20.0
Корпоративные инвесторы,	19.3	20.1	54.8	73.3	61.1
в т. ч. банки	0.2	2.3	13.3	4.0	10.3
<i>Параметры фондовых рынков, конец 1996 г.</i>					
Капитализация биржевых рынков акций / ВВП, %	117.2	151.0	60.0	38.5	28.4
Премия за голос, % (оценка 1998 г.)**	10.47	13.30	н/д	51.35	28.15
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, %	67.2	86.4	198.5	266.0	479.0
Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых рынках / Капитализация биржевых рынков акций, %	33.1	44.4	122.8	148.8	285.6
Рыночная стоимость непогашенных долговых ценных бумаг внутренних эмитентов по данным BIS / Капитализация биржевых рынков акций, %	137.0	41.7	153.7	210.0	279.7
Количество компаний-внутренних эмитентов, чьи акции прошли листинг на фондовой бирже (1998)	2278	1957	1838	914	741
Доля банков в финансовых активах страны, %***	26.0	53.0	н / д	70.0	76.0

\*Deutsches Aktieninstitut e.V. DAI - Factbook 2000 (Section 08.6-4); FIBV Annual Reports, IFC Emerging Stock Markets Factbooks, IMF – IFS, BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments.

\*\* Как подчеркивает С.Лосев, ценность права голоса или премия за голос акционера определяется “как процентное отношение разницы между ценой обыкновенной акции и привилегированной акции одинакового номинала к цене обыкновенной акции” (цит. по: Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 81). Соответственно, “в странах с германской моделью особая роль...принадлежит концентрированной собственности, что повышает важность голоса и ведет к относительному удорожанию обыкновенных акций в сравнении с привилегированными на размер премии за голос” (цит. соч. С. 81). Приведенные в настоящей таблице данные цитируются по диссертации С.Лосева (С. 82), оригинальный источник: Muus Christian K. Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium. – Frankfurt: Johann Wolfgang Goethe University, 1998.

\*\*\* Источник: White William R. The Coming Transformation of Continental European Banking? – Basle: Bank for International Developments. – Working Papers №54. – 1998, June. – p. 28.

Очевидно, что **англо-американская модель** финансирования хозяйства, основанная на раздробленных акционерных капиталах (**«shareholder capitalism»**), массовости розничных инвесторов в акции и преобладании рынков акций над долговыми обязательствами в структуре финансирования, во многом противоположна **долговому экономикам Японии, Франции и Германии**, основанным на так называемом **«stakeholder capitalism»** (капитализме **«держателей крупных пакетов акций»**) и рынках долговых обязательств.

**Табл. 2.6** демонстрирует, как **жестко структура собственности** определяет **структуру финансового рынка** в стране. Причинно-следственные связи, возникающие при этом, отражены - для наглядности анализа - на **рис. 6**.

**Рисунок 6**

■ Доля государства в акционерных капиталах возрастает с 0-0.2% в США и Великобритании и 0.5% в

■ По мере изменения структуры собственности - от более дробной, розничной, с небольшим влиянием государства в США и Великобритании, к собственности, носящей «кусковый» характер, с боль-



<p>Японии до 3.4 и 4.3% во Франции и Германии</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Доля розничных акционеров в акционерных капиталах падает с 36.4 и 29.6% в США и Великобритании до 22.2% в Японии, 19.4% во Франции и 14.6% в Германии</li> <li>■ Доля институциональных акционеров, представляющих население, в акционерных капиталах падает с 44.3 и 50.1% в США и Великобритании до 22.5% в Японии, 3.9% во Франции и 20.0% в Германии</li> <li>■ Доля корпоративных инвесторов в акционерных капиталах возрастает с 19.3 и 20.1% в США и Великобритании до 54.8% в Японии, 73.3 и 61.1% во Франции и Германии</li> <li>■ Доля банков в акционерных капиталах возрастает с 0.2 и 2.3% в США и Великобритании до 13.3% в Японии, 4.0 и 10.3% во Франции и Германии</li> </ul>	<p>→</p> <p>→</p> <p>→</p>	<p>шей долей компаний, банков и государства в Японии, Франции и Германии, - по мере того, как эти изменения нарастают от США и Великобритании к Японии и далее к Франции и Германии, - в основном непрерывно изменяются базовые параметры фондового рынка</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Насыщенность акциями («Капитализация биржевых рынков акций / ВВП», %) последовательно падает с 117.2% и 151.2% в США и Великобритании до 60.0% в Японии, 38.5 и 28.4% во Франции и Германии</li> <li>■ Увеличивается премия за голос, за возможность влиять на решения в рамках всё более концентрированной собственности – от 10-13% рыночной стоимости обыкновенной акции в сравнении с привилегированной акцией того же номинала в США и Великобритании до 28 и 51% в Германии и Франции</li> <li>■ Растет доля холдинговых (Германия, Франция) или горизонтально-интегрированных компаний (перекрестные участия в Японии), в которых доминируют контрольные собственники</li> <li>■ Нарастает долговой характер финансового рынка (например, показатель «Внутренний кредит / Капитализация рынков акций» последовательно растет с 67.2 и 86.4% в США и Великобритании до 198.5% в Японии, 266% во Франции и 479% в Германии)</li> <li>■ Количество компаний-эмитентов, прошедших листинг, последовательно падает с 2278 в США и 1957 в Великобритании до 1838 в Японии, 914 во Франции и 741 в Германии</li> <li>● Последовательно растет насыщенность хозяйственного оборота облигациями («Рыночная стоимость облигаций на биржевых рынках / Капитализация рынков акций», %) с 33.1 и 44.4% в США и Великобритании до 122.8% в Японии, 148.8% во Франции и 285.6% в Германии</li> <li>● Доля банков в финансовых активах нарастает с 26 и 53% в США и Великобритании до 70 и 76% во Франции и Германии соответственно</li> </ul>
---	----------------------------	--

**Анализ воздействия структуры собственности на расширенном круге стран.** Такой анализ содержится в *табл. 2.7*. Очевидно, что с понижением склонности населения вкладывать свои средства в акции и, соответственно, с уменьшением доли инвесторов в акции в общем числе инвесторов – физических лиц (с 41% в Австралии до 6% в Австрии) постепенно снижается размер капитализации рынка акций относительно ВВП от значений выше 100–200% ВВП до 20-60% ВВП (исключение составляет Новая Зеландия).

**Долговые рынки.** Как следует из *таблиц 2.6 и 2.7, ряд рынков характеризуется преобладанием акций* по отношению к долговым ценным бумагам, если структура акционерных капиталов достаточно раздроблена и высока доля в них физических лиц-акционеров.

**Таблица 2.7\***

**Роль населения в формировании рынков акций**

Показатели	Австралия	Швеция	Швейцария	Новая Зеландия	Великобритания	США	Канада	Дания	Норвегия	Германия	Австрия
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Доля инвесторов в акции в общем числе инвесторов – физических лиц, % (1999 - 2000)	41	35	32	31	30	26	26	22	21	10	6

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1999	108	155	268	51	198	179	124	60	42	68	16
Капитализация рынка акций / Долговые ценные бумаги непогашенные, обращающиеся внутри страны, %, 1999	207	157	409	167	309	118	135	41	104	79	22

\*Округлено до целых чисел. Источник данных о долях инвесторов в акции по странам – Cossa Teodoro D., Volkart Rudolf. Equity Ownership in Switzerland 2000. – Zurich: Swiss Banking Institute, University of Zurich, 2001. – P. 12. Отношение капитализации рынка к ВВП рассчитано по IMF World Economic Outlook Database (May 2001), FIBV Annual Report 1999. Отношение «Капитализация рынка акций / Долговые ценные бумаги непогашенные, обращающиеся внутри страны» рассчитано по статистическому сборнику BIS Quarterly Review March 2001.

В частности, это рынки англо-американского мира (США, Великобритания, Австралия, Канада), а также Швеция и Швейцария. И, наоборот, страны континентальной Европы с оптовой структурой собственности в акционерных капиталах, создавшие «капитализм держателей крупных пакетов» (Австрия, Бельгия, Дания, Германия), а также Япония характеризуются *долговыми рынками*, в структуре которых долговые ценные бумаги и, соответственно, внутренний кредит преобладают над акциями. Как правило (см. *табл. 2.8*), на таких рынках *насыщенность хозяйственного оборота акциями*, как правило, *меньше насыщенности деньгами*<sup>224</sup>, *долговыми инструментами*<sup>225</sup> и *облигациями*, в частности.<sup>226</sup> Для *развитых фондовых рынков, имеющих англосаксонское происхождение*, а также для *финансовых центров, «городов-государств»* (с британскими колониальными корнями) характерно преобладание акций в структуре финансирования хозяйства. Насыщенность хозяйственного оборота акциями, как правило, больше насыщенности деньгами, долговыми инструментами и облигациями (см. *табл. 2.8*).

Таблица 2.8\*

*Сравнительная характеристика финансовых рынков различных групп стран*

Страны	Капитализация биржевых фондовых рынков / ВВП, %, 2000 (внутренние эмитенты)	Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	Внутренний кредит / ВВП, %, 2000	Непогашенные облигации внутренних эмитентов / ВВП, %, 2000
Континентальные страны Европы и Япония («долговые фондовые рынки»)				
Австрия	15.7	89.2	127.5	80.3
Португалия	57.8	106.4	144.3	59.4
Италия	71.4	58.3	99.2	118.1
Германия	67.6	99.9	148.6	91.1
Бельгия	80.4	91.4	129.8	142.4
Япония	67.1	115.1	132.6	127.6

<sup>224</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Деньги + Квази- Деньги / Валовой внутренний продукт».

<sup>225</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Внутренний кредит / Валовой внутренний продукт».

<sup>226</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых фондовых рынках / Валовой внутренний продукт».

Англо- саксонские страны («акционерные фондовые рынки»)				
Австралия	97.6	64.8	89.5	45.0
Канада	111.4	63.9	86.8	83.7
США	151.9	58.8	82.5	146.0
Великобритания (1999)	198.0	40.1	48.6	64.1
Государства- «города»- финансовые центры				
Сингапур	168.0	106.9	79.0	24.3
Гонконг	382.0	235.9	140.9	25.2

\*Расчеты сделаны на основе приложения 3.

**Дополнительные эффекты.** Таким эффектом, оказываемым структурой собственности на состояние рынка ценных бумаг, может быть (см. *схему* выше) **замедление оборачиваемости** акций на рынках с оптовой структурой акционерных капиталов, снижение ликвидности этих рынков. По **Японии** сделаны следующие наблюдения, демонстрирующие замедление оборачиваемости акций: обычно только менее 30% акций компании может находиться в свободном обращении («float shares»), которые могут свободно покупаться и продаваться без дополнительного разрешения со стороны компании, акционеров или выполнения каких-либо предварительных условий). В 1984 г. в **США** только 23% крупнейших акционеров компаний (по каждой компании были взяты 10 акционеров, имевших наиболее крупные доли) остались теми же самыми, что и в 1980 г. В **Японии** этот показатель составил 83% акционеров.<sup>227</sup>

**Дополнительные факторы, относящиеся к структуре собственности и влияющие на рынок ценных бумаг.** Не ставя своей задачей дать исчерпывающий, систематизированный перечень таких факторов, укажем на ряд причинно-следственных связей, заслуживающих внимания исследователя:

**-доля обществ с ограниченной ответственностью** (организационно-правовая форма, в известном смысле альтернативная по отношению к акционерным обществам). Чем выше доля этой организационно-правовой формы в структуре бизнеса, тем меньше остается места для акционерных обществ и, следовательно, для рынка акций. Например, в Германии высока доля крупных компаний, которые являются обществами с ограниченной ответственностью. Это послужило одной из причин малого числа внутренних (германских) эмитентов, прошедших листинг, и отрицательно влияет на капитализацию рынка;

**-распределение акций внутри той или иной группы инвесторов.** Понятно, что если при высокой доле розничных инвесторов значительная часть акций будет сконцентрирована в руках немногих, то эффект, оказываемый на рынок, будет схож с эффектом, производимым оптовой структурой акционерных капиталов. С другой стороны, если значительная доля населения будет иметь слишком мелкие портфели акций и структура собственности будет слишком

ком диверсифицирована, то это также будет оказывать негативное влияние на массовость и ликвидность рынка (очень мелкие пакеты являются «нерыночными», ими невозможно торговать на таком оптовом рынке, как фондовая биржа). Эти эффекты могут быть продемонстрированы на *примере* структуры розничной собственности на акции в США и Японии (см. *табл. 2.9*).

*Таблица 2.9*

**Сравнительная характеристика структуры розничной собственности на акции в США и Японии**

США(1995)* (более 69 млн. акционеров)			Япония (1997)** (более 29 млн. акционеров)		
Стоимость портфеля акций, в тысячах долл.	Доля акционеров, имеющих данный портфель, в общем количестве акционеров, %	Доля стоимости акций, которые держат соответствующие акционеры, в общей стоимости акций, %	Количество акций в одном портфеле	Доля акционеров, имеющих данный портфель, в общем количестве акционеров, %	Доля акций, которые держат соответствующие акционеры, в общем количестве акций, %
Менее 5	26.6	0.5	1-4	79.5	7.2
5-10	12.9	1.0	5-9	10.2	3.5
10-25	19.5	3.4	10-49	8.8	8.3
25-50	14.4	5.5	50-99	0.6	2.4
50-100	10.6	7.6	100-499	0.7	6.8
100 и более	16.0	82.0	500-999	0.1	4.6
			1000-4999	0.1	17.1
			Более 5000	0 (13.9 тысяч акционеров)	50.1
Итого	100	100	Итого	100	100

\*Индивидуальные акционеры, совместные фонды, пенсионные планы. Источник: Internet, сайт Нью-Йоркской фондовой биржи ([www.nyse.com](http://www.nyse.com)) с расположенным на нем обзором 1995 Survey of Consumer Finances.

\*\* Индивидуальные и корпоративные акционеры, при этом индивидуальные акционеры составляют более 96% общего количества акционеров. Источник: Internet, сайт Токийской фондовой биржи, Shareownership Survey 1998 (<http://www.tse.or.jp>).

Доля акционеров, имеющих портфель акций стоимостью менее 5 тыс. долл., составляет в США 26.6% при доле в рыночной капитализации, относящейся к розничным инвесторам, в 0.5%. Структура розничных инвесторов в Японии более демократична. Акционеры, имеющие 1-4 акции, составляют 79.5% всех акционеров; их доля в рыночной капитализации всего 7.2%. Размер этих портфелей акций слишком невелик для работы с ними на организованных фондовых рынках; такого рода диверсифицированность может оказывать негативное влияние на массовость рынка. Относительно любой другой величины портфеля розничная собственность на акции в Японии, как это видно из *табл. 2.9*, более размыта, за исключением группы держателей самых крупных акционерных капиталов (в Японии 40-50 тыс. человек владеют примерно 67% розничных акций, в США примерно 11 млн. человек владеют 82% розничных акций).

Таким образом, в Японии розничные инвесторы как бы сконцентрированы на двух полюсах (очень мелкие и очень крупные портфели), что не может не сказаться негативно на рынке акций. Напротив, в США инвесторы более, чем в

<sup>227</sup> Jackson G. Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- P. 7.

Японии, тяготеют к средним величинам портфелей акций, да и доля держателей очень крупных портфелей в структуре розничных инвесторов достаточно высока. Соответственно, масса акций, которые могут быть предложены организованному рынку, объемнее, ликвидность рынка больше.

### ***Индустриальная рыночная экономика: англо-саксонская модель***

В *англо-саксонской модели* («протестантский капитализм», см. пункт 2.1.2) в структуре собственности существенно ***выше доля розничных инвесторов*** и представляющих их институтов коллективного инвестирования; ***ниже доля собственности государства*** и крупных корпоративных структур или банков; существенно ***меньшее значение*** в составе капиталов имеют ***контрольные пакеты***. Наблюдается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы. Важнейшим ***стимулом*** и источником доходов для акционеров и менеджмента служит ***повышение рыночной стоимости компаний***, выявляемое ***на открытом рынке акций***. Англо-саксонская модель традиционно отличается большей ***открытостью***, меньшим провинциализмом (меньше ограничений на трансграничное движение капиталов, на конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников). При этом на либерализованных рынках возникает ***сильный государственный надзор***, обеспечивающий честное ведение бизнеса и снижение рисков.

Всё более высокой становится насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (***монетизация***). Возникает устойчивая тенденция к ***диверсификации*** структуры финансового рынка, к росту его объема, к позитивной конъюнктуре цен, к снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов. Рынок ценных бумаг становится массовым, ликвидным, он всё в большей мере приобретает международный характер. ***Фондовый рынок*** становится ***основным источником инвестиций в реальный сектор*** (доля банковских кредитов в финансировании сокращается). ***Наиболее крупным сегментом*** фондового рынка становится ***рынок акций***, долговые инструменты имеют подчиненный характер. Начиная быстро нарастать ресурсы институтов коллективного инвестирования; всё более крупными и устойчивыми

становятся банки и другие финансовые институты; *доля банков* и традиционных банковских продуктов в финансовых активах, в структуре финансирования хозяйства *быстро снижается*. Финансирование инноваций в экономике, несущих высокие риски, в значительной мере осуществляется через рынок акций.

Характерно *большее отделение* коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, страховых продуктов и др. Финансовые институты являются более *специализированными* в сравнении, например, с моделью универсального банковского дела в Германии и в целом в континентальной Европе, широко используется *концепция специализированных банков* (например, инвестиционных банков или, что то же самое, брокерско-дилерских компаний).

### ***Индустриальная рыночная экономика: германская модель***

Часто говорят о «*рейнском капитализме*», о «*континентальной модели*», о «*капитализме владельцев крупных долей в капиталах*», противостоящем англо-саксонскому «капитализму акционеров» («*stakeholder capitalism*» против «*shareholder capitalism*»), что выводит результаты исследования за пределы Германии. В германской модели в структуре собственности существенно *ниже доля розничных инвесторов* и представляющих их *институтов коллективного инвестирования*; *выше доля собственности государства* и *крупных корпоративных структур*; существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют *контрольные пакеты* и *вертикальные участия*. Соответственно, важнейшую роль начинают играть *банки как крупные инвесторы в акционерные капиталы* хозяйства. Повышение рыночной стоимости компании на открытом рынке не является важнейшей целью менеджмента, *большее внимание* отдается *росту объема продукции, производительности, качеству продукции*.

Несмотря на то, что все атрибуты рыночной экономики налицо, *степень централизации* в принятии решений, роль в этом государства и немногих крупнейших собственников, масштабы административного вмешательства и размеры государственной собственности *выше*, чем в англо-саксонской модели.

Инновационная деятельность в большой мере не предполагает венчурного финансирования за счет выпуска акций. Она осуществляется под знаком то-

го, чтобы «создавать улучшения существующих продуктов на существующих фирмах и в существующих отраслях экономики, нежели создавать новые отрасли».<sup>228</sup>

В *финансовом секторе* германская модель означает следующее (часто говорят о «континентальном банковском деле» или об «*универсальном банковском деле*»). Традиционен *большой акцент* на отечественные денежные ресурсы и *внутренний финансовый рынок*. *Высока роль банков как акционеров* промышленных и других нефинансовых компаний, при этом значительная часть предприятий подконтрольна банкам или их группам. Исследования, проведенные в 1988 г. по 100 крупнейшим германским фирмам, показали, что банки, используя механизм передачи им голосов по доверенности, представляли 83% голосов, присутствовавших на собрании, при этом 3 крупнейших банка - Дойчебанк, Дрезднербанк и Коммерцбанк - имели 45% всех голосов.<sup>229</sup> В соответствии с анализом А.Шляйфера и Р.Вишны,<sup>230</sup> «примерно 80% крупных германских компаний имеют небанковского акционера, имеющего более 25% акций... В германских компаниях меньшего размера нормой является контроль за ними со стороны одной семьи, через пирамидальные контрольные участия, когда собственник контролирует 51% капитала в компании, которая в свою очередь владеет 51% акций ее дочерних подразделений, и т.д... Пирамидальные участия позволяют конечным собственникам контролировать активы при меньших затратах капитала...».

*Финансовый рынок* носит преимущественно *долговой характер* (банковский кредит, облигации) при том, что рынок акций имеет подчиненное значение. Инновационная функция финансового рынка - финансирование венчурных проектов - осуществляется, в основном, не через акции, а через долговые инструменты. Выше *доля* коммерческих банков в *финансовых активах* страны. *Банки* являются *универсальными*, действуя как на рынке традиционных банковских продуктов (кредиты, депозиты, расчеты), так и в качестве *профессиональных участников на рынке ценных бумаг* (создавая при этом часто специализиро-

---

<sup>228</sup> Streeck W., Yamamura K.. Germany and Japan: The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- P. 11.

<sup>229</sup> Jackson G. Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- P. 21.

<sup>230</sup> Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance.- US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Papers Series.- 1996.- P.P. 27-28, 49-51.



ванные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами, прежде всего, на центральных рынках Франкфурта и Лондона). *Институты коллективного инвестирования* (представляющие, в конечном счете, розничных инвесторов) играют *меньшую роль*, чем в англо-саксонской модели. *Структура финансовых продуктов проще*, чем в англо-саксонской модели, *финансовые рынки менее диверсифицированы* и носят менее инновационный характер.

### *Индустриальная рыночная экономика: японская модель*

В *японской модели* подчеркивают, прежде всего, сходство с германской экономикой, поскольку она также представляет собой *«капитализм владельцев крупных долей в капиталах»*.

В международной практике выделяют следующие *особенности японской модели* (рассматриваются только те из них, которые важны для анализа):

-*преобладание* над вертикальными *горизонтальных, перекрестных* *участий в акционерных капиталах* между крупными компаниями. Формирование на этой основе, а также с использованием вертикальных *участий финансово-промышленных конгломератов* («keiretsu»); менее агрессивное взаимное поведение компаний («закрытый клуб»);

-в отличие от Германии, контрольные пакеты встречаются редко, обычно компанию контролирует *группа акционеров с крупными долями* в 10-40%;

-предпочтение *интересов работников* интересам акционеров (в отличие от англо-саксонской модели); *низкая доля прибыли, идущая на выплату дивидендов*; повышенная *социальная нагрузка* на компанию в отличие от англо-саксонской модели (поддержание занятости и оплаты труда является более важным приоритетом в сравнении с прибылями акционеров); *меньшая ориентация на прибыльность*, на *рост курсов* акций как подтверждение рынком дееспособности компании;

-*система «основных банков»*, осуществляющих корпоративное финансирование (прежде всего, кредитование) конгломератов, но не являющихся при этом контролирующими акционерами (хотя их доля в акционерных капиталах конгломерата может быть самой крупной); *незначительная доля банков как собственников* в структуре акционерных капиталов (остаточное явление, связанное

с принудительным введением после войны американской модели рынка ценных бумаг и, соответственно, на активы и операции банков, связанные с корпоративным сектором); глубокая вовлеченность банков в обслуживание и риски конгломератов, основанная не только на коммерческих критериях;

-достаточно **высокая** (в отличие от Германии) **доля акций**, находящихся в **собственности населения** (остаточное явление, связанное с послевоенной реорганизацией крупнейших японских компаний и их объединений, которая была проведена американской администрацией; при этом примерно 70% акций были распределены среди населения);

-активная **политика экономического роста**, которая проводилась государством до начала 90-х годов, **повышенный уровень вмешательства государства в экономику** (стимулирование роста сбережений, субсидии конкретным отраслям, льготное кредитование крупнейших компаний, работающих в области новых технологий, защита внутреннего рынка на основе замедленной либерализации импорта промышленных товаров и капиталов, обширные административные полномочия министерств, используемые в целях содействия росту, и т.д.).<sup>231</sup>

В **финансовом секторе** особенности японской модели приводят к следующему: **финансовый рынок** имеет преимущественно **долговой характер** (при подчиненном значении рынка акций). Вместе с тем, более раздробленный характер собственности на акционерные капиталы (более крупная доля населения, меньшая роль контрольных пакетов акций, перекрестное владение акциями со стороны юридических лиц в средних по размеру пакетах в 10-30% (компанию контролирует группа акционеров) создают бóльшую, чем в Германии, мобильность акций и, следовательно, **более объемный и диверсифицированный, чем в Германии, рынок акций**.

Банки играют меньшую роль как собственники промышленных компаний, при этом субсидирование государством кредитной сферы, глубокие связи банков с промышленными конгломератами, основанные не только на коммерческих критериях, ведут к нарастанию проблемных активов и банковским кризисам (что показали 90-е годы). **Институты коллективного инвестирования** развиты намного **слабее**, чем при англо-саксонской модели.

---

<sup>231</sup> Streeck W., Yamamura K. Germany and Japan: The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997.- P. 4-5.

## *Границы защиты прав акционеров в странах “stakeholder capitalism”<sup>232</sup>*

Анализ показывает (см. *табл. 2.10*), что существует следующая зависимость: *чем выше в стране доля крупных собственников в акционерных капиталах, тем ниже уровень защиты акционеров как с позиций полноты правовых норм, так и с точки зрения правоприменения*. Соответственно, самый высокий уровень защиты акционеров обеспечивают США, Великобритания, Канада и другие страны, ориентированные на более диверсифицированную структуру акционерных капиталов. Экономике этих стран основаны на модели “shareholder capitalism” (исследование модели см. в *пунктах 2.1.3 и 2.1.4*). И, наоборот, в странах *германской модели*, с доминированием контролирующих собственников (к ним относится не только Россия, но и большинство континентальных стран Европы, развивающихся стран и стран с переходной экономикой), *уровень защиты прав акционеров будет всегда ниже, чем в странах англо – американской модели* (см. *табл. 2.10*). Для подготовки *табл. 2.10* использована методология и обработаны результаты исследования в области влияния защиты прав акционеров на рынок ценных бумаг, опубликованного в конце 90-х годов группой зарубежных ученых.<sup>233</sup>

*Таблица 2.10*

### *Анализ уровня защиты прав акционеров (по выборке стран)*

Среднее значение доли в капитале компании 3 крупнейших акционеров (данные по 10 крупнейшим компаниям страны), %	Суммарный рейтинг страны по защите прав акционеров в законодательстве и эффективности правоприменения					
	< = 10	11-12	13-14	15-16	17-18	19-20
> 15 –30%			Тайвань, Южная Корея		Япония	США, Великобритания Австралия, Швеция
> 30-45%			Пакистан	Индия, Ирландия, Франция	Дания, Нидерланды, Чили, Швейцария	Канада, Норвегия, Финляндия

<sup>232</sup> Приведенный ниже материал основан на количественных исследованиях, проведенных в кандидатской диссертации Лосева С.В. «Эмиссии корпоративных ценных бумаг: международный опыт и российская практика» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001). Результаты опубликованы в статье: Миркин Я., Лосев С. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи. – Рынок ценных бумаг. – 2000. - №22. – С. 43 –47.

<sup>233</sup> La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. - №106. – P.P. 1113 – 1155. В указанной работе вычисляются в разрезе 44 стран следующие показатели: а) *рейтинг защиты акционеров в законодательстве* конкретной страны, б) *рейтинг эффективности правоприменения* в защите прав акционеров. Чем выше значения рейтингов, тем выше защита акционеров. В свою очередь, *рейтинг защиты акционеров в законодательстве* (от 0 до 7) определяется на основе 7 критериев, в числе которых наличие ограничений на число голосов, предоставляемых одной акцией, режим передачи права голоса, возможности кумулятивного голосования, преимущественное право акционеров на приобретение новых выпусков акций, обязательство выкупа акций компанией в случае принятия решений, способных ограничить права акционеров, минимальный процент голосующих акций, необходимых для созыва внеочередного собрания акционеров. Важнейшими элементами *рейтинга эффективности правоприменения* (от 0 до 20) являются оценки степени исполнения правовых норм в стране, коррупции и качества государственного управления. В таблице используется *суммарный рейтинг* страны, вычисленный как сумма рейтинга защиты акционеров в законодательстве и рейтинга эффективности правоприменения.

› 45-50%		Таиланд		Германия		Новая Зеландия, Сингапур
› 50 – 55%	Венесуэла	Бельгия, Зимбабве, ЮАР	Аргентина, Малайзия, <b>Россия</b> (оценка)	Гонконг, Израиль, Испания, Португалия		
› 55 – 60%	Индонезия Турция	Бразилия, Перу, Шри - Ланка	Италия	Австрия, Филиппины		
› 60 –65%	Египет, Мексика	Колумбия	Греция			

**Табл. 2.10** показывает на примере **45 стран**, как по мере дробления акционерных капиталов нарастает объем защиты прав акционеров - и наоборот. Соответственно, неизбежна ограниченность защиты прав акционеров в странах, собственность в которых собрана в крупные пакеты. В этих странах права мелких акционеров будут обязательно сокращены или нарушаться, а правоприменение в этой области будет ограниченным, потому что так выстроены экономические интересы и структура собственности. Основные потоки денежных средств, направляемые в реальный сектор, будут основываться на прямых инвестициях (пусть и в форме акций) и долговых рынках. До тех пор, пока собственность собрана в крупные пакеты, рынок акций и портфельные инвестиции будут играть подчиненное значение.

### ***Развитие индустриальной рыночной экономики: смешанные модели***

В реальной жизни, особенно в рамках интернационализации хозяйственной жизни, непрерывно происходит **сближение** рассмотренных **моделей индустриальной рыночной экономики** и, соответственно, становится всё существеннее **схожесть** или даже **совпадение организации финансовых рынков**. Так, и **США**, и **Германия** показывают примеры **конвергенции** двух систем финансирования хозяйства: германской (преобладание долгового финансирования, низкая роль акций и их крупные пакеты в акционерных капиталах, универсальные банки) и американской (преобладание акций в источниках финансирования, раздробленные акционерные капиталы, массовый рынок акций, отделение коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг).

**Германия.** С начала 90-х годов в **Германии** придают огромное значение расширению рынка акций и, прежде всего, его международной составляющей, финансированию через него венчурных компаний, усилению надзора за банка-

ми - профессиональными участниками рынка, преодолению конфликтов интересов, понижению рисков, возникающих на рынке ценных бумаг, и защите прав инвесторов. Осуществлена *адаптация германского законодательства* в области ценных бумаг к *директивам ЕС*, которые, в свою очередь, максимально учитывают опыт США в раскрытии информации, обеспечении честных торговых практик, предотвращении манипулирования и инсайдерской торговли. Постоянно *росла в 90-е годы* и является одной из самых высоких в мире *доля иностранных эмитентов на Франкфуртской фондовой бирже* (см. табл. 2.11).

С 1992 г. *осуществляется концепция создания во Франкфурте нового мирового финансового центра* (Финансовая площадка Германия - Finanzplatz Deutschland) (в контексте конкуренции с Лондоном и Парижем) и *политика слияний и объединений* с другими иностранными центрами торговли финансовыми активами (проекты EUREX, Панъевропейской биржи). При этом возникает тенденция к *диверсификации* профессиональных участников финансового рынка и финансовых инструментов. С конца 90-х годов начинается массовый *переход крупных германских компаний на именные акции* вместо предъявительских с тем, чтобы иметь возможность взять капиталы на самых крупных рынках капиталов в США, соответствовать привычным требованиям американских инвесторов к акциям. Осуществляется проект *создания «новых рынков»*,<sup>234</sup> на которых молодые компании роста могли бы привлекать средства международных инвесторов для своего развития (обязательное ведение отчетности по международным стандартам, на английском языке) и т.д.

**Таблица 2.11\***

**Доля иностранных эмитентов на рынках Франкфуртской фондовой биржи**

Годы	Эмитенты акций, прошедшие листинг			Эмитенты облигаций, прошедшие листинг		
	Всего	В т.ч. иностранные эмитенты		Всего	В т.ч. иностранные эмитенты	
		Количество	%		Количество	%
1999	851	234	27.5	845	461	54.6
2000	989	245	24.8	655	324	49.5

\*FIBV Annual Report 2000.

<sup>234</sup> Neuer Markt (Германия, 1997 г.) в рамках Euro.NM - сеть европейских рынков роста (1996 г.), в т.ч. Neveau Marche – Франция (1996 г.), EURO.NM Belgium – Бельгия (1997 г.), NMax- Нидерланды (1997 г.), Nuovo Mercato – Италия (1999 г.) при конкуренции с AIM (Alternative Investment Market)- Великобритания (1995 г.), EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System (1996 г.) и рынками акций “малой капитализации” (small caps) в США.

*США.* С другой стороны, в *США* с конца 70-х годов всё в большей мере *коммерческие банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг.* Возникает тенденция к созданию *финансовых холдингов*, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг») и, наоборот, будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско-дилерские фирмы. Соответствующее законодательство, разрешающее финансовые холдинги, принято в США в ноябре 1999 г.<sup>235</sup>

*Международная практика.* Эта тенденция *конвергенции* стала международной. Например, во *Франции* еще в 1984 г. было восстановлено универсальное банковское дело (после того, как в 1945 г. инвестиционные и коммерческие банки были разделены). В *Японии* с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание дочерних компаний - профессиональных участников рынка ценных бумаг, с 1996 г. осуществляется переход к более широкому участию банков в операциях на рынке ценных бумаг, всё более диверсифицированной становится структура собственности, открытыми финансовые рынки и, соответственно, менее жесткой - очерченность конгломератов.<sup>236</sup> В рамках финансовой реформы в *Южной Корее* делается попытка перейти к универсальному банковскому делу. Можно привести и другие примеры.

По оценке в 1996 г. из *более чем 30* наиболее *развитых страновых рынков* ценных бумаг примерно *40-45%* составляли рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом (англосаксонская модель), *40-45%* - смешанные рынки и *10-15%* - имели чисто банковский характер (германская модель).<sup>237</sup> Так через финансовые рынки и формы их организации проявляются различия и тенденция к конвергенции различных моделей индустриальной рыночной экономики.

---

<sup>235</sup> Gramm- Leach-Bliley Act of 1999 (подписан Президентом США и введен в действие в ноябре 1999 г.).

<sup>236</sup> Comprehensive Reform of the Securities Market. – Tokyo: The Securities and Exchange Council, 1997, June 13. - Section 3. В частности, в тексте отмечается, что «одновременное вступление в банковский и трастовый бизнес, бизнес на рынке ценных бумаг был разрешен в контексте реформы финансовой системы, начиная с 1993 г., но не через банк непосредственно, а через дочернюю компанию – профессионального участника на рынке ценных бумаг с тем, чтобы обеспечить безопасность, хорошее финансовое состояние банка и урегулировать конфликт интересов».

<sup>237</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995.- С. 399.

#### 2.1.4. Смешанные экономики переходных и развивающихся стран: модели фондовых рынков

*Статистика* структуры собственности по другим странам крайне *ограниченна*. Вместе с тем А.Шляйфер и Р.Вишны<sup>238</sup> отмечают, что «в *большинстве других стран мира*, включая *преобладающую часть европейских стран...* так же, как *в Латинской Америке, Восточной Азии и Африке*, корпорации в типичном случае имеют контролирующих собственников, которые часто являются основателями корпораций или их потомством», или - в немногих случаях - внешними инвесторами и банками. В *большой части континентальной Европы* акцент делается на крупных инвесторов и банки. В *Италии* крупные компании без государственного участия чаще всего контролируются семьями». «Во *Франции* перекрестные участия в акционерных капиталах и так называемые «основные инвесторы» являются обычной практикой... Крайне концентрированные участия в акционерных капиталах и доминирование контролирующих собственников являются, как это кажется, правилом для всего мира».

«Главная причина низкой капитализации рынка – это экономическая структура *Австрии*, для которой характерен высокий процент, даже по европейским стандартам, малых и средних компаний, имеющих биржевой листинг. Большое количество крупных компаний не имеют листинга, так как они находятся в собственности семьи или группы частных лиц, либо являются дочерними предприятиями иностранных компаний».<sup>239</sup> *Типичным для формирующихся рынков* является то, что «значительная часть акций держится семьями - контролирующими акционерами и их ассоциированными лицами».<sup>240</sup> Подтверждается этот анализ и данными, приведенными Б.Б.Рубцовым.<sup>241</sup>

<sup>238</sup> Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance.- US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Papers Series.- 1996.- P.P. 27-28, 49-51.

<sup>239</sup> International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. - 2001. - № 100. – P. 9.

<sup>240</sup> The LGT Guide to World Equity Markets 1997. – L.: Euromoney Publications PLC. - 1997.- 550 p.

<sup>241</sup> В книге «Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития» (Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, С. 55) Б.Б. Рубцов отмечает следующее: «Американские экономисты La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A., Vishny R. в ряде работ подвели своеобразный итог многочисленным исследованиям последних лет в этой области... Исследовав структуру собственности 540 крупнейших акционерных компаний 27 наиболее развитых стран мира (по 20 компаний из каждой) и опираясь на достаточно жесткий критерий контроля как обладания не менее чем 20% голосующих акций компании (напрямую или через другие компании), авторы пришли к выводу, что в 36% из них собственность расплывлена (widely-held), т.е. доминирующий собственник отсутствует, в 30% контроль принадлежит семье, в 18% контроль принадлежит государству и в остальных случаях контроль принадлежит корпоративным собственникам.

В то же время правда и то, что все 20 крупнейших компаний в Англии, 18 из 20 в Японии и 16 из 20 в США являются widely-held, в то время как таковых компаний просто не оказалось в Бельгии, Греции, Португалии, Австрии, Аргентине и Израиле.

При понижении планки критерия контроля до 10% «рассеянный» контроль наблюдался у 24% компаний, семейный в 35% случаев, государственный – в 20%. При этом в Англии 90% компаний являются widely-held, в США 80%, в Японии 50%.



Опубликованная статистика собственности подтверждает выводы о том, что крупные пакеты акций повсеместно преобладают на формирующихся рынках, и отчасти – на рынках ценных бумаг индустриальных стран.

Средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в 10 нефинансовых компаниях – резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране, %		
Доли в капитале	Развитые рынки ценных бумаг	Формирующиеся рынки ценных бумаг
0 - 20	Великобритания, США, Япония	Тайвань
> 20 - 30	Австралия, Швеция	Южная Корея
> 30 - 40	Ирландия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Финляндия, Франция	Индия, Нигерия, Пакистан
>40 - 50	Германия, Дания, Новая Зеландия, Сингапур, Швейцария	Таиланд, Чили
>50 - 60	Австрия, Бельгия, Гонконг, Испания, Италия, Португалия	Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Зимбабве, Израиль, Индонезия, Малайзия, Перу, Турция, Филиппины, Шри - Ланка, ЮАР
>60 - 70	Греция	Египет, Колумбия, Мексика
Итого	23 страны	22 страны

\*Составлено по данным, приведенным в исследовании: La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Law and Finance / Harvard University, University of Chicago (Table 7). Цит. по: Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – Приложение 7.

На **68% формирующихся рынков** (15 из 22), рассмотренных выше, средняя доля капитала, которой владеют три крупнейших акционера в нефинансовых компаниях – резидентах, имеющих наибольшую капитализацию в данной стране, составляет выше 50%. Аналогично – на 30% развитых фондовых рынков (см. выше). Как следствие, ниже (**пункт 2.2**) будет показано, что большинство финансовых рынков мира, в отличие от англо-саксонской модели, должно иметь **долговой характер**.

**Переходные экономики.** В исследовании, проведенном в США в 1995-1997 гг.,<sup>242</sup> делается вывод о том, что собственность имеет тенденцию быть экстремально концентрированной в переходных экономиках (на примере Венгрии, Польши, Чехии). Из исследованных 95 компаний в этих странах подавляющее большинство имели контролирующих акционеров, прежде всего, юридических лиц (**табл. 2.12**).

**Таблица 2.12\***  
**Контролирующие акционеры в компаниях стран Восточной Европы**

Всего компаний, %	В т. ч. имеют основных акционеров (% от числа компаний)
-------------------	---

Для средних по размеру фирм доля компаний, контролируемых семьями, составляет 45% (при критерии контроля в 20%), но в Англии и США преобладает “рассеянная собственность” (см.: La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Corporate Ownership around the World. - US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Paper 6625. Cambridge, Mas. - June 1998; Shleifer A., Vishny R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance, 1997.- Vol. 52.).<sup>242</sup> Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. - N.Y.: New York University.- NYU Working Paper 9827.- 1997.- 56 p.

		Иностран- ные лица	Инвестици- онные фонды	Нефинансо- вые компа- нии	Государство	Менедж- мент	Население	Персо- нал
Чехия	100	18.6	39.5	11.6	14.0	9.3	7.0	-
Венгрия	100	39.1	-	4.4	15.2	10.9	4.4	21.7
Польша	100	16.7	-	33.4	16.7	16.7	-	-
Средняя доля основного акционера в капитале, %								
Чехия	X	60	20	73	36	88	60	-
Венгрия	X	84	-	77	49	67	52	80
Польша	X	60	-	60	60	-	60	-

\*Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. – N.Y.: New York University, 1997 - NYU Working Paper 9827 – 95 p.

Соответственно, ограниченными и замедленными в своем развитии являются и рынки ценных бумаг, прежде всего, акций. И в Чехии, и в Польше рынки долговых обязательств превосходят рынки акций, структура собственности препятствует формированию массового и розничного рынка ценных бумаг.

**Схожие тенденции** по концентрации собственности на акционерные капиталы, на создание их «кусковой» структуры, препятствующей формированию массового и ликвидного рынка акций, характерны и для **стран-членов СНГ**. Из данных Всемирного банка<sup>243</sup> следует (**табл. 2.13**), что в этих странах в 1995-1997 гг. повышалась доля менеджеров как контролирующих собственников при снижении участия персонала в акционерной собственности на предприятия, доля розничных инвесторов крайне мала (хотя и несколько увеличилась в 1995-1997 гг.), присутствуют крупные корпоративные участия. По ряду стран значимость последних (особенно иностранных инвесторов) нарастает.

**Следствием стала смешанная модель рынка ценных бумаг в этих странах.** Оптовая структура собственности, с преобладанием контролирующих акционеров, преимущественно долговая система финансирования, неразвитость финансового сектора, основанного в недалеком прошлом только на банках, ведут к тому, что на **формирующихся рынках** (emerging markets) банки должны иметь сильное влияние на рынки корпоративных ценных бумаг, составлять их основу либо непосредственно, либо через дочерние компании.

**Таблица 2.13**

**Роль крупных акционеров в компаниях стран СНГ**

	Доли в акционерных капиталах, %											
	Менеджеры		Персонал		Государство		Внешние отечественные инвесторы		Внешние иностранные инвесторы		Розничные инвесторы	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Грузия	41.5	53.6	9.4	10.4	41.0	23.3	4.9	8.0	1.0	2.2	2.0	2.2
Казахстан	23.1	29.4	10.7	8.2	34.8	16.1	23.6	30.2	4.4	6.8	3.4	9.3

<sup>243</sup> Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. - Wash.: World Bank. - Policy Research Working Paper 2047. - 1999. - 24 p.

Киргизия	28.1	34.4	38.3	36.4	12.4	5.6	16.8	18.9	2.2	2.3	2.2	2.4
Молдова	7.2	18.3	21.6	19.7	38.6	23.8	24.7	22.6	0.3	2.1	7.6	13.5
Украина	14.6	46.2	23.6	15.3	42.6	15.4	18.9	17.7	0.3	0.9	0.2	4.5
Справочно: Россия	25.4	36.3	26.0	23.3	23.5	14.7	23.4	21.5	1.6	3.8	0.1	0.4

Действительно, анализ **55 формирующихся рынков** (см. *табл. 2.14*) показал, что **смешанные рынки**, на которых обороты банков могут достигать до 75% их объема, составляют 50-53% их общего числа, **брокерские рынки**, на которых значительную долю занимают **дочерние компании иностранных банков** – 20 – 22%, **брокерские рынки**, на которых преобладают, по оценке, **местные брокерские компании**, – 27 – 30%.<sup>244</sup>

При этом в **большой части переходных экономик Европы** (13 стран - см. *табл. 2.14*) созданы рынки ценных бумаг по **континентальной модели** - с доминированием или очень крупным участием банков, с их крупными долями в акционерных капиталах. Так, например, краткие характеристики фондовых рынков стран СНГ и Балтии как смешанных сводятся к следующему.<sup>245</sup>

**Таблица 2.14\***

**Модели формирующихся рынков корпоративных ценных бумаг**

Смешанные рынки (с прямым участием банков и брокерских компаний)	Брокерские рынки	
	С участием дочерних компаний иностраных коммерческих банков	Без участия дочерних компаний иностраных коммерческих банков
<b>Азия</b> – Израиль, Иордания, Китай, Корея, Ливан, Оман, Тайвань	<b>Азия</b> – Индия, Пакистан, Таиланд, Филиппины	<b>Азия</b> – Кувейт, Бахрейн, Малайзия, Монголия, Шри- Ланка
<b>Африка</b> – Намибия	<b>Африка</b> – Южная Африка	<b>Африка</b> – Ботсвана, Гана
<b>Европа</b> – Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Сло- вакия, Словения**, Турция, Хорватия, Чехия***, Эстония, Югославия	<b>Европа</b> – Греция, Румыния	<b>Европа</b> – Кипр, Македония
<b>Южная и Центральная Америка</b> – Боливия, Каймановы Острова, Уругвай, Чили	<b>Южная, Центральная и Северная Америка</b> – Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Мексика, Перу	<b>Южная и Центральная Америка</b> – Бермуды, Колумбия, Сальвадор, Эквадор, Ямайка
<b>СНГ</b> – Азербайджан, Армения, Белоруссия, Казахстан, Украина	<b>СНГ</b> – нет	<b>СНГ</b> – нет
<b>Итого 29</b>	<b>Итого 12</b>	<b>Итого 14</b>

\*Оценка осуществлена на основе данных (февраль 2000 г.) о составе членов фондовых бирж по странам, а также данных о крупнейших брокерах, размещенных в справочнике: The LGT Guide to World Equity Markets 1997. – L.: Euromoney Publications PLC.- 1997.- 549 p. Соответственно, анализ носит оценочный характер.

\*\*В январе 2000 г. доля банков в обороте Люблянской фондовой биржи составила 35% (<http://www.ljse.si>).

\*\*\*В четвертом квартале 1999 г. доля банков в обороте Пражской фондовой биржи составила 75.3% (<http://www.pse.cz/clenove/objemy.asp>).

<sup>244</sup> К сожалению, нет данных для того, чтобы оценить степень зависимости брокеров от местных коммерческих банков, долю дочерних брокерских компаний среди них.

<sup>245</sup> Вартанов А. Банки в структуре фондовых рынков стран СНГ и Балтии / Дипломная работа в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 6-8, 14, 18-19, 22-25, 53- 57, 59. По Молдавии – данные Молдавской фондовой биржи, размещенные в Интернете ([www.moldse.md](http://www.moldse.md)).

### ***Вставка***

**Эстония** – смешанный рынок ценных бумаг (банки + брокеры), в числе собственников на Таллинскую фондовую биржу – Банк Эстонии (центральный банк) и ряд коммерческих банков. Общая доля банков в совокупном обороте Таллинской фондовой биржи составляет более 70%, по количеству сделок – 85%.

**Латвия** – смешанный рынок ценных бумаг, где банки играют первостепенную роль. Из 15 компаний – членов Рижской фондовой биржи 13 являются банками (2001).

**Литва** – смешанный рынок (среди участников биржи 9 банков и 14 небанковских брокерских компаний на начало апреля 2001г.). Банки имеют высокую долю в капитализации рынка (как эмитенты). На начало апреля 2001 г. банки оставались наиболее активными операторами фондового рынка Литвы.

**Армения** – смешанная модель рынка (на Ереванской фондовой бирже в качестве брокеров 23 банка и 5 брокерских компаний. Доля сделок с акциями банков составила более 60% оборотов Ереванской фондовой биржи (1999 г.).

**Молдова** – смешанная модель рынка. Из 32 членов Молдавской фондовой биржи – 11 банков (август 2001 г.).

**Беларусь и Украина** – смешанные рынки ценных бумаг с доминирующей позицией банковского сектора.

**Казахстан** – смешанный рынок ценных бумаг. Из 46 компаний, имеющих лицензии и являющихся профессиональными участниками рынка ценных бумаг, 25 – банки (2001 г.). В апреле 2001 г. (2-8 апреля) доля банковских ценных бумаг в обороте Казахстанской фондовой биржи составляла 96.1%.

**Преобладание долговых рынков.** “Оптовая” структура собственности, преобладание крупных акционеров на формирующихся рынках должны приводить, как и в случае развитых рынков, к финансированию хозяйства преимущественно на основе долговых инструментов (кредита и долговых ценных бумаг). Анализ, проведенный ниже (см. **пункт 2.2**), подтверждает этот тезис. Из **53** рассмотренных **формирующихся рынков** в **43 случаях** (81% выборки) внутренний кредит больше капитализации рынка акций, т.е. эти рынки носят преимущественно долговой характер.

## **2.2. Отраслевые и макрофинансовые факторы формирования фондового рынка**

### **2.2.1. Воздействие на фондовый рынок финансовой и отраслевой структуры хозяйства**

Теоретические положения о воздействии финансовой и отраслевой структуры хозяйства на рынок ценных бумаг, о его характере и причинно-следственных связях (**пункт 1.1.**) могут быть подтверждены прикладными материалами переходных и развивающихся экономик. Обширные материалы для исследования дает российская практика. Если в индустриальных странах финансовая структура хозяйства, как правило, складывалась длительное время,

ее формирование носило эволюционный характер, то в ряде переходных экономик, какой является Россия, в 90-е годы расширенное вмешательство государств, проводящих реформы, внесло масштабные изменения в финансовую структуру этих стран, создало нестабильность и, наряду с урегулированием проблем, сформировало искажения в финансовой структуре, которые будут длительное время влиять на рынки ценных бумаг в этих странах.

В *пункте 2.2* делается попытка извлечь уроки из денежной и финансовой политики России и других государств в 90-е годы, показать граничные параметры в денежной и финансовой политике, нарушение которых ведет к возникновению острых проблем в системе перераспределения денежных ресурсов на цели инвестиций и, в частности, в формировании рынка ценных бумаг, в выполнении им своих базовых функций.

### *Дефицит инвестиций*

*Ключевые проблемы России* - модернизация, долгосрочные вложения в реальный сектор, устойчивый экономический рост. Сколько денег нужно России, чтобы модернизировать свою экономику? За счет каких источников будет покрыта эта потребность в деньгах?

Инвестиционные программы регионов (в стране их 89) в конце 90-х годов составляли 4-5 млрд. долл. на 4-5 лет вперед. Обычное умножение дает предполагаемую *потребность российской экономики в инвестициях на 5-7 лет - 400 - 450 млрд. долл.*

По оценке Министерства экономики РФ, представленной на конференции, посвященной инвестиционному климату в РФ (февраль 2000 г.), *потенциальные потребности России в инвестициях* на ближайшие 20 – 25 лет составляют около 2.5 трлн. долл. (в год равно примерно *100 млрд. долл.*).<sup>246</sup>

*Региональный аспект оценки потребности России в инвестициях.* По мнению А.Г.Соловьева, исследовавшего региональные фондовые рынки на примере *Удмуртии*, многие регионы «испытывают значительный дефицит средств на инвестиции. Для Удмуртской Республики его размер составляет... в среднем 35 процентов реальной потребности в них, что в абсо-

---

<sup>246</sup> Отчет о конференции, посвященной инвестиционному климату в РФ, организованной Американской торговой палатой, Экспертным институтом при участии Центра стратегических разработок и Министерства иностранных дел России (Москва, 23 февраля 2000 г.) ([www.diplomat-cd.ru](http://www.diplomat-cd.ru)).

лютных величинах выражается примерно *1 млрд. долл. ежегодно*.<sup>247</sup> Потребность *Карелии* в инвестициях достигает *3 млрд. долл.* (февраль 1999),<sup>248</sup> *Башкортостана* – *5 млрд. долл.* (июнь 2000 г.),<sup>249</sup> *Ленинградской области* – *10 млрд. долл.* (январь 1998 г.).<sup>250</sup> По данным администрации *Новосибирской области*, ежегодная потребность области в реализации инвестиционных проектов равна *1 млрд. долл.*<sup>251</sup> В 1997 г. размер инвестиций, необходимых *Пермской области*, составлял *10 – 12 млрд. долл.*<sup>252</sup> По мнению губернатора *Самарской области* К.Титова, потребность области в инвестициях составляет *4 млрд. долл.* (2000 г.).<sup>253</sup> Губернатор *Свердловской области* Э.Россель оценивает первоочередные потребности области в инвестициях в *10 млрд. долл.* (февраль 2000 г.).<sup>254</sup> По оценке Московского агентства ценных бумаг, осуществлявшего анализ финансового потенциала *Республики Бурятия* (1997), «минимальная потребность региона в инвестициях (в соответствии с его инвестиционной программой) составляет не менее *2.5 млрд. долл.*, или ежегодно 750-770 млн. долл. (1996 г.). Объем денежных ресурсов, ежегодно привлекаемых на цели долгосрочных инвестиций, не превышает обычно 20-25% этих сумм».<sup>255</sup>

**Отраслевой аспект оценки потребности в инвестициях.** По мнению Я.М.Уринсона, «российской энергетике по минимальному... счету нужно 55 миллиардов долларов капиталовложений. Хотя на самом деле нужно еще больше – *70 – 75 миллиардов*».<sup>256</sup> По оценке А.Б.Чубайса, потребности *РАО ЕЭС* в инвестициях составляют около *60 млрд. долл.* на ближайшие *10 лет*.<sup>257</sup> По оценке заместителя министра энергетики В.Гарипова, потребность *нефтегазодобывающих компаний* России в инвестициях оценивается в *20 млрд. долл. в год*.<sup>258</sup> По оценке *ОАО «Газпром»*, суммарная потребность в инвестициях на добычу и транспортировку газа на ближайшие 10 лет составляет *80-90 млрд. долл.*<sup>259</sup> По мнению руководителя Комитета по угольной промышленности Минэнерго РФ С.Климова, ежегодная потребность *угольной отрасли* в инвестициях составляет *1 млрд. долл. ежегодно*.<sup>260</sup> По прогнозам *Минатома*, потребности атомной промышленности в ближайшие 10 лет будут составлять *до 2 млрд. долл. ежегодно*.<sup>261</sup> Объем необходимых инвестиций в *целлюлозно – бумажную промышленность* – *1 млрд. долл. в*

<sup>247</sup> Соловьев А.Г. Развитие регионального рынка ценных бумаг и оптимизация его функционирования / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Российская академия Государственной службы при Президенте РФ, 2000. – С. 20.

<sup>248</sup> Материалы круглого стола в Законодательном Собрании Республики Карелия, посвященного состоянию инвестиционной деятельности в республике (сообщение пресс-службы Законодательного Собрания от 16 февраля 1999 г., [www.gov.karelia.ru](http://www.gov.karelia.ru)).

<sup>249</sup> Сообщения официальных серверов правительства Башкортостана [www.bashinfo.ru](http://www.bashinfo.ru), [www.bashkortostan.ru](http://www.bashkortostan.ru) от 7 июня 2000 г.

<sup>250</sup> Сообщение Росбизнесконсалтинга [www.rbcnet.ru/publ/nalog/2901981120/](http://www.rbcnet.ru/publ/nalog/2901981120/).

<sup>251</sup> Сообщение 27 мая 1995 г. агентства экономической информации «Финансово- Информационная Служба» ([www.fis.nsk.su](http://www.fis.nsk.su)).

<sup>252</sup> Интерфакс – Евразия. Экономическое обозрение. - №47 (208). – 18 –24 ноября 1997 г.

<sup>253</sup> Раздел «Новая промышленная политика» программы К.Титова, опубликованной на сайте в Интернете [www.titov.samara.ru](http://www.titov.samara.ru).

<sup>254</sup> Сообщение Департамента информации Губернатора от 28 февраля 2000 г. ([www.region.ura.ru/gubernator/art/10706asp](http://www.region.ura.ru/gubernator/art/10706asp))

<sup>255</sup> Концепция развития фондового рынка Республики Бурятия / Отчет о НИР. – М.: Московское агентство ценных бумаг, 1997. – С. 2.

<sup>256</sup> Известия. – 30 декабря 2000 г. – С. 5.

<sup>257</sup> Сообщение о собрании акционеров РАО ЕЭС 25 июня 1999 г. ([www.rao-ees.ru/rao\\_en\\_new](http://www.rao-ees.ru/rao_en_new)).

<sup>258</sup> Сообщение о научно – практической конференции «Новые идеи в поиске, разведке и разработке месторождений» (Казань, сентябрь 2000 г.) ([www.ngv.ru/lenta](http://www.ngv.ru/lenta)).

<sup>259</sup> Сообщение журнала «Эксперт» на сайте в Интернете [www.expert.ru/expert/special/tek/2-3.shtml](http://www.expert.ru/expert/special/tek/2-3.shtml).

<sup>260</sup> Деловая трибуна. – 9 ноября 2000 г. ([www.rosugol.ru](http://www.rosugol.ru)).

<sup>261</sup> Ведомости. – 29 сентября 2000 г. ([www.atomsafe.ru](http://www.atomsafe.ru)).



год,<sup>262</sup> в *российскую металлургию* в 50 млрд. долл. (май 2001 г.),<sup>263</sup> в *связь* – 33 млрд. долл. на 10 лет (июнь 2001 г.).<sup>264</sup>

Несмотря на разнохарактерность приведенных оценок, все они подтверждают *потенциальную потребность России в инвестициях на ближайшие 4 – 5 лет в 400 - 450 миллиардов долл.* Реальный размер инвестиций в экономику значительно ниже потребностей (см. *табл. 2.15*).

*Таблица 2.15\**

*Инвестиции в экономику России*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Инвестиции в основной капитал в отрасли экономики, млрд. долл.	27.3	49.7	58.5	73.4	70.7	41.9	27.2	41.0

\*Российский статистический ежегодник. 2000 - 2001. – М.: Госкомстат России, 2000, 2001. Показатели конвертированы в доллары США по среднегодовым валютным курсам, опубликованным в IMF International Financial Statistics 2000 – 2001.

Вызовом *30-х годов* был дефицит внутренних финансовых ресурсов в СССР для целей индустриализации. Ответом стали директивная экономика, прекращение деятельности финансового рынка, принудительное распределение денежных ресурсов, изъятие государством финансовых накоплений в пользу тяжелой индустрии. «Чтобы накопить средства для строительства новых заводов, необходима была жесточайшая экономия в хозяйстве... Крестьянство, будучи заинтересовано в развитии промышленности, смогло уделять для этой цели часть своих средств... Национализация промышленности, банков, транспорта, внешней торговли создает новые, невиданные при капитализме источники накопления и даёт возможность быстрой мобилизации средств для создания тяжелой индустрии».<sup>265</sup> Доля финансовых ресурсов, перераспределяемых через бюджет, составляла 89% доходов промышленности по первому плану первой пятилетки.<sup>266</sup> Для более быстрого роста хозяйства и обеспечения «контрольных цифр» потребовалась «мобилизация всех ресурсов, вплоть до изъятия части средств населения при помощи повышенных цен».<sup>267</sup>

Вызовом *90-х годов* и текущего десятилетия стал *острый дефицит инвестиций для модернизации экономики.* Размер дефицита инвестиций оценивается *в 40 – 70% потребности* (см. *табл. 2.15*) (при падении цен на нефть и другое российское экспортное сырье дефицит может достигнуть 80-90%). При

<sup>262</sup> Сообщение РИА – Новости от 29 марта 2001 г. о семинаре «Стратегия развития лесопромышленного комплекса России» в Центре стратегических разработок ([www.csr.ru](http://www.csr.ru)).

<sup>263</sup> Сообщение агентства Прайм - ТАСС о пресс – конференции председателя горно – металлургического профессионального союза М.Тарасенко 24 мая 2001 г. ([www.business.port.ru](http://www.business.port.ru)).

<sup>264</sup> Еженедельный деловой журнал «Русский фокус». - №13. – 25 июня – 1 июля 2001 г. ([www.russianfocus.ru](http://www.russianfocus.ru)).

<sup>265</sup> Политическая экономия. 2-е изд. – М.: Государственное издательство политической литературы, 1955. – С. 352 – 353, 359.

<sup>266</sup> Итоги выполнения пятилетнего плана развития народного хозяйства Союза ССР. – М.: Госпланиздат, 1933. – С. 272 – 273

<sup>267</sup> Рыков А.И. На подъеме (доклад на второй сессии ЦИК СССР) / В кн. Рыков А.И. Избранные произведения. – М.: Экономика, 1990. – С. 463.



этом модернизация будет происходить во многом за счет импорта технологий и оборудования по мировым ценам (дефицит средств не может быть сокращен за счет внутренних, более низких цен).

Дефицит инвестиций является одновременно и **фундаментальным фактором**, определяющим **масштабное сужение рынка ценных бумаг** в связи с тем, что в переходной экономике России рынок ценных бумаг является одним из каналов привлечения денежных средств в инвестиции. Выше дефицит инвестиций – меньше эмиссий ценных бумаг (нет грюндерства, возникающего на этапе взрывного экономического роста) – уже их рынок.

Как показывает практика 30-х годов, нерешенность проблемы дефицита инвестиций подталкивает государство к расширению нерыночных форм перераспределения денежных ресурсов, к росту значения бюджета, к сужению или даже запрещению обращения ценных бумаг (анализ см. в *пункте 2.1*).

### **Дефицит внутренних денежных ресурсов для инвестиций**

*Характеристика долларОВОГО эквивалента рублевой денежной массы* приведена в *табл. 2.16*. Очевидно, что **40 – 80 млрд. долл.**, в качестве долларОВОГО эквивалента рублевой денежной массы, обслуживающей в 90-е годы хозяйственный оборот и инвестиции внутри России, являются **крайне незначительной величиной** в сравнении с **потребностью в денежных средствах на инвестиции**, с учетом того, что структура денежной массы ориентирована на обслуживание краткосрочных операций и бóльшая часть этой денежной массы опосредует краткосрочный хозяйственный оборот. В соответствии с анализом структуры денежной массы, проведенном ниже в *пункте 2.3*, реальный объем находящихся в банковской системе денежных ресурсов на инвестиционные цели не превышал **8 – 9 млрд. долл.** осенью 2001 г. (**5 – 6 млрд. долл.** в мае 2000 г.).

*Таблица 2.16\**

**Долларовый эквивалент рублевой денежной массы**

Показатели по России	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Деньги + Квази -Деньги, млрд. руб.*	41.0	129.7	275.8	357.3	457.3	628.6	985.0	1560.0	1984.8
Валютный курс на конец года, руб./долл.	1.247	3.550	4.640	5.560	5.960	20.650	27.000	28.160	30.140
Долларовый эквивалент									

рублевой денежной массы, млрд. долл.	32.9	36.5	59.4	64.3	76.7	30.4	36.5	55.4	65.9
--------------------------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

\*Источник – IMF International Financial Statistics 1999 – 2001, денежные обзоры Банка России, публикуемые в Интернете на его официальном сайте.

В переходной России *денежная масса*, находящаяся *в банковской системе (в безналичной форме) и вне ее (в наличных рублях)*, *очень мала* в сравнении с другими странами (см. *табл. 2.17*). В 90-е годы была крайне низкой монетизация хозяйственного оборота. И хотя с конца 1998 г. денежная политика Банка России не является жесткой, растет насыщение оборота денежными средствами, тем не менее до сих пор *положение квадранта таблицы 2.17*, которому соответствуют показатели России, демонстрирует *отклонение от нормы*. ВВП, составлявший в России в 2000 г. около 250 млрд. долл.,<sup>268</sup> опосредуется денежной массой в объеме, долларовой эквивалент которой составляет 55.4 млрд. долл. Соответствующий показатель для Швеции составлял в 2000 г. 95.4 млрд. долл. (ВВП – 228.4 млрд. долл.), Финляндии - 59.4 млрд. долл. (ВВП – 122 млрд. долл.), Южной Африки – 65.9 млрд. долл. (ВВП – 125.7 млрд. долл.).

Таблица 2.17\*

**Соотношение денежной массы и ВВП по индустриальным и развивающимся странам**

Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл.	Валовой внутренний продукт, млрд. долл. (2000)										
	> 0 - 15	> 15 - 30	> 30 - 50	> 50 - 70	> 70 - 90	> 90 - 150	> 150 - 200	> 200 - 300	> 300 - 600	> 600 - 1000	> 1000
> 0 - 15	Иордания, Замбия, Молдова, Монголия	Словакия, Словения, Шри-Ланка	Нигерия								
> 15 - 30			Марокко, Венгрия	Перу	Колумбия	Венесуэла					
> 30 - 50			Чехия, Нов. Зеландия	Пакистан, Чили	Филиппины						
> 50 - 70						Финляндия, ЮАР		<b>Россия</b>			
> 70 - 90						Греция, Египет, Ирландия	Норвегия, Дания, Индонезия, Польша, Турция				
> 90 - 150		Люксембург			Малайзия	Португалия, Таиланд, Сингапур, Израиль		Швеция	Мексика		
> 150 - 300							Австрия	Бельгия	Бразилия, Индия		
> 300 - 600							Гонконг	Швейцария	Испания, Нидерланды, Корея	Австралия, Канада	Великобритания

<sup>268</sup> World Economic Outlook May 2001, публикуемый IMF.

> 600 - 1000											Италия, Фран- ция
> 1000											Китай, США, Япония

\*Расчет показателей приведен в **приложении 3**.

**Валютные сбережения населения в долларовой наличности** (по оценке, 50-70 млрд. долл.) (расчет см. в **пункте 2.3**) и **российские капиталы, вывезенные за границу** (160-170 млрд. долл. в 1992-1999 гг.),<sup>269</sup> при уровне рисков, существующем в стране, не могут быть немедленно привлечены на цели инвестиций. Значительная их часть (по оценке, не менее 50%) неликвидна (недвижимость, вложения в бизнес за пределами России, страховые запасы). Расчеты (см. **пункт 2.3**) показали, что в лучшем варианте, при привлечении валютных сбережений населения в наличной валюте и части капиталов, вывезенных за границу, денежные ресурсы, носящие инвестиционный характер и имеющие российское происхождение, не превышают **нескольких десятков миллиардов долларов**.<sup>270</sup>

**Внешний долг перед Россией** (примерно 100-120 млрд. долл.) - в основном не погашаемый, замороженный, при том, что 139.0 млрд. долл. (октябрь 2001 г.)<sup>271</sup>, которые **должна Россия**, являются реально обслуживаемым долгом.

Таким образом, существует **устойчивый дефицит внутренних денежных источников для модернизации экономики и поддержания устойчивого экономического роста в России**. Как следствие, ограничен объем внутренних денежных ресурсов, поступающих на рынок ценных бумаг, отсутствуют достаточные возможности привлекать средства на основе новых эмиссий акций, облигаций и других фондовых ценностей, крайне лимитированы возможности финансовых посредников осуществлять корпоративное финансирование через фондовый рынок. В итоге, **дефицит внутренних денежных ресурсов в России, в качестве фундаментального фактора, формирует очень ограниченный в своих возможностях и объемах рынок ценных бумаг** – рынок с лимитированной операционной способностью привлекать деньги.

### **Финансовая глубина экономики**

<sup>269</sup> Смородинская Н. Бегство капиталов в теории и практике: анализ российской ситуации // Банковские услуги. - 1998. - №9. - С. 5-19. Экспертные расчеты включают в себя также оценочные данные по утечке капиталов за 1998 – 99 гг.

<sup>270</sup> Часть этих денег уже присутствует в обороте (через кредитование российских компаний из оффшорных зон, через внутрисемейные или «дружеские» кредиты наличной валютой).

<sup>271</sup> Внешний долг центрального правительства. Данные опубликованы на сервере Минфина России <http://www.minfin.ru>.

Понятийный анализ финансовой глубины экономики (financial depth), теоретическое представление о характере воздействия этого *фундаментального фактора* на рынки ценных бумаг даны в *пункте 1.1*. Количественный анализ подтверждает теоретический вывод о том, что чем выше насыщенность хозяйственного оборота денежными ресурсами (выше уровень монетизации), тем более объемными, массовыми, ликвидными являются фондовые рынки (см. *табл. 2.18*). Тем выше насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, более крупными являются профессиональные участники и инфраструктура рынка.

*Таблица 2.18* точно характеризует процесс нарастания мощности фондовых рынков по мере роста монетизации хозяйственного оборота (на примере данных 1996 г.). Так, в группе формирующихся рынков средним значениям монетизации (30-40% ВВП) соответствует и крайне незначительный объем рынков акций (до 20% ВВП). Дальнейший рост насыщенности деньгами приводит к быстрому увеличению капитализации биржевых рынков (свыше 100% ВВП при средних значениях монетизации свыше 70%).

*Таблица 2.18\**

**Зависимость фондовых рынков от монетизации хозяйственного оборота  
(1996 г.)**

Формирующиеся фондовые рынки			Развитые фондовые рынки		
Число рынков в группе	Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1996	Деньги + Квазиденьги / ВВП** (средняя по группе), %, 1996	Число рынков в группе	Капитализация рынка акций / ВВП, %, 1996	Деньги + Квазиденьги / ВВП(средняя по группе), %, 1996
13	0-10	31.2	4	20-40	62.5
14	10-20	41.1	5	40-60	75.8
10	20-30	46.3	3	60-100	77.3
8	30-60	47.9	7	выше 100	100.8
3	60-100	62.3			
2	выше 100	74.2			

\*Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997). Анализ проведен по 19 развитым и 50 формирующимся рынкам ценных бумаг. Показатели ВВП и ВВП отличаются между собой незначительно, их одновременное использование не нарушает корректности выводов; капитализация рынка рассчитывалась по эмитентам-резидентам. Анализируются следующие рынки: *развитые* - Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Дания, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония, *формирующиеся* - Бангладеш, Боливия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Гватемала, Греция, Египет, Замбия, Зимбабве, Израиль, Индия, Индонезия, Иордания, Кения, Китай, Коста-Рика, Колумбия, Корея, Кот - д'Ивуар, Латвия, Литва, Маврикий, Малайзия, Марокко, Мексика, Монголия, Намибия, Непал, Нигерия, Румыния, Сальвадор, Словения, Пакистан, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Россия, Таиланд, Тринидад и Тобаго, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, Шри-Ланка, Эквадор, Южная Африка.

Процесс нарастания объема рынков ценных бумаг по мере роста финансовой глубины экономики (монетизации), представленный по данным на конец 2000 г., отражают данные в *табл. 2.19* по **75 (23 развитым и 52 формирующимся) рынкам ценных бумаг**. Современные данные подтверждают зависимость капитализации от величины монетизации хозяйственного оборота. Нарас-

тание последней (см. *табл. 2.19*) вызывает рост объема рынка ценных бумаг, увеличение денежных ресурсов, перераспределяемых через этот рынок.

Соответственно, можно сделать и фундаментальные количественные выводы (см. *табл. 2.19*). Со значимой вероятностью можно утверждать, что по состоянию на 2000 – 2002 гг. при величине внутреннего денежного спроса на акции, границей которого является монетизация хозяйственного оборота в 10-25% ВВП, капитализация рынка акций, созданная за счет спроса преимущественно внутренних инвесторов, не будет превышать низких значений до 10 - 25% ВВП. В 1996 г. эти количественные ограничения были еще жестче (см. *табл. 2.18*).

*Таблица 2.19\**

**Зависимость фондовых рынков от монетизации хозяйственного оборота (2000 г.)**

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000						
	0-10	10-25	25-40	40-60	60-80	80- 100	Выше 100
0-10		Замбия, Венесуэла, Колумбия, Монголия, Румыния, Украина	Бангладеш, Латвия, Молдова, Парагвай, Шри - Ланка	Словакия		Эквадор	
>10-25		Кот - д' Ивуар, Литва, Нигерия, <b>Россия</b>	Коста-Рика, Перу	Индонезия, Кения, Намибия, Пакистан, Польша, Словения, Хорватия, Тунис		Австрия	
>25-40		Зимбабве	Гана, Бразилия, Мексика, Эстония	Венгрия, Индия, Филиппины	Чехия, Корея, Маврикий, Египет	Марокко, Новая Зеландия, Панама	Таиланд
>40-60			Аргентина	Дания, Тринидад и Тобаго, Норвегия		Израиль	Китай, Португалия
>60-100				Иордания, Италия, Турция, Чили	Австралия, Греция	Бельгия, Ирландия, Испания, Германия	Япония
выше 100				Великобритания, США, Финляндия, Швеция, ЮАР	Канада, Франция		Гонконг, Малайзия, Люксембург, Нидерланды, Сингапур, Швейцария

\*Расчет показателей приведен в *приложении 3*.

**Ситуация в России.** По оценкам, доля иностранных инвесторов на рынке акций составляла в докризисный период 60-70%. Спекулятивный спрос нерезидентов, искусственно высокая капитализация, возникшая в связи с этим на рынке РТС, затушевывали крайнюю узость внутреннего денежного спроса на акции. Вместе с тем этот фактор неизбежно действовал и именно он был (и продолжает быть) одной из причин крайней слабости отечественного финансового

сектора - в России один из самых низких в мире уровней монетизации экономики (см. *табл. 2.17, 2.19, 2.20*).

*Таблица 2.20\**

*Монетизация экономики в России*

Показатели по России, %, на конец года	1985	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Деньги + Квази- Деньги / ВВП	53.6	17.4	16.2	17.8	23.4	21.7	22.4	21.6 (ноябрь)	23.0 (октябрь)
Капитализация рынка акций / ВВП	x	4.0	8.4	16.5	4.0	11-13.0	15.8	22.6	26.9

\*По данным IMF International Financial Statistics (June 1999 – April 2001), S&P / IFC Emerging Stock Markets Review January 2001, IMF World Economic Outlook December 2001, Банка России, Госкомстата, РТС. Источник данных за 1985 г. – Финансовые пути России: программы, концепции, технологии. Специальное приложение к журналу «Вестник финансистов», 1998. – С.24.

По рассмотренной в *табл. 2.19* группе из 23 развитых и 52 формирующихся рынков монетизация на конец 2000 г. была ниже только у 4 стран – Венесуэлы (19.0%), Зимбабве (20%), Румынии (18.9%), Украины (18.9%).

В среднем, в странах «большой семерки» уровень монетизации экономики составляет 55-100%, в развивающихся странах- 40-60%. В России в начале 90-х годов уровень монетизации экономики составлял около 40%, во время финансовой стабилизации опустился к 1996 г. до 12- 16% с тем, чтобы несколько подняться к 2000 г. до 21-23%. Как указывалось (см. *табл. 2.17*), страны, имеющие значительно меньший ВВП, чем Россия, сопоставимы с ней по объему денежной массы в обращении. Китай, имевший ВВП в 2000 г. в 4.4 раза больше, чем Россия, обладает денежной массой в 29.3 раза больше (уровень монетизации более 150%). Абсолютное большинство стран с более высоким уровнем монетизации ВВП характеризовались в 90-е годы более благоприятным сочетанием уровней инфляции и экономического роста, чем Россия.

Банк России с начала финансовой стабилизации (1994 -1995 гг.) до кризиса 1998 г. проводил *чрезмерно жесткую денежную политику*. В результате был создан *искусственный дефицит денег* в России. В этой ситуации в стране становится искусственно “мало денег”, обостряется *зависимость от иностранных инвестиций*, более *проблемными* становятся *бюджет и налоги*, снижается *ликвидность банков* (в России они одни из самых “мелких” в мире), выше *колебания финансового рынка* (малый объем и низкая капитализация, зависимость от иностранных игроков, искусственно высокие проценты, спекулятивные шоки).

Искусственный дефицит денег и неубывающая тяжесть бюджета вызывают быстрый рост доли денежных ресурсов страны, используемых государством, все меньшее финансирование оборотных средств реального сектора (через кредиты банков) и - в еще меньшей мере, по остатку - инвестиций. Быстро увеличиваются *взаимные неплатежи*, резко растет *объем векселей – суррогатов денег* в обращении (летом 1997 г. векселя, по оценке, составляли 50-60% денежной массы, вызывая огромные дополнительные издержки на обращение товаров), *взаимные зачеты* и *бартер* (в 1997 –1999 гг. почти 50% расчетов в хозяйстве осуществлялось через них) (см. *табл. 2.21*).

*Таблица 2.21\**

***Состояние расчетов за отгруженную продукцию (выполненные работы, услуги) крупнейших налогоплательщиков и организаций – монополистов в промышленности***

	1998 (декабрь)	1999 (декабрь)
Всего оплачено, %, в том числе	100	100
- денежными средствами, %	43.7	46.6
-векселями, %	11.7	19.7
-посредством бартера, %	6.9	4.9
-на основе зачета взаимных требований	28.9	21.4

\*Годовой отчет Банка России за 1999 г. Статистическое приложение. С. 220.

В результате, объем и структура денежного предложения подталкивают к перманентному экономическому и финансовому кризису, к слабому и провинциальному финансовому рынку. Соответственно, можно прогнозировать со значимой вероятностью, что в России не будет массового и ликвидного рынка акций со стабильно высокой и растущей капитализацией, доходящей хотя бы до 35-50% ВВП (что очень хорошо для *формирующегося рынка*) до тех пор, пока монетизация составляет 15-25% ВВП (см. *табл. 2.19*). И, наоборот, капитализация в существующих монетарных условиях, скорее всего, не будет превышать 20-25% ВВП (см. *табл. 2.19*), а если и будет, то за счет «горячих денег», находящихся вне официального внутреннего оборота (спекулятивные иностранные инвесторы, наличные сбережения населения в валюте).

***Использование государством внутренних денежных ресурсов***

Чем в большей мере государство использует внутренние денежные ресурсы на собственные нужды, чем более сильные стимулы оно создает для



перераспределения денежных ресурсов в свою пользу, тем уже ниша для рынка корпоративных ценных бумаг и тем меньше денежных ресурсов направляется через последний на развитие экономики.

**Участие правительства во внутреннем кредите.** Как уже указывалось, **фундаментальным фактором**, формирующим рынок ценных бумаг, является **степень вмешательства государства в экономику**, проявляющаяся, в частности, **в доле использования государством внутренних денежных ресурсов** (см. **пункт 2.1**). В 90-е годы Россия имела один из самых высоких в мире уровней отвлечения внутреннего кредита на цели покрытия нужд государства (см. **табл. 2.22**), как по отношению к развитым странам, так и к странам с развивающейся и переходной экономикой (в октябре 1997 г. Индонезия- -8.0%, Южная Корея- -1.5%, Малайзия- -0.2%, Чехия- 2.6%, Китай -3.3%, Польша- > 30%, Индия- 48.2%, Россия – более 55%).

**Таблица 2.22\***

**Использование в России внутреннего кредита на покрытие нужд государства**

Показатели	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
(Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств) / Внутренний кредит, на конец года, %	19.0	36.7	45.8	57.8	57.8	65.1	60.9	43.5	28.7 (но- ябрь)	29.2 (ок- тябрь)

\*Расчитано по данным IMF International Financial Statistics 1997-2001, денежного обзора Банка России, публикуемого в Интернете на его официальном сайте.

Анализ, проведенный по 14 развитым рынкам (на конец 1996 г., источник - IMF International Financial Statistics), показал, что только по одной стране (Бельгия) требования-нетто банковской системы на центральное правительство составляли 46% внутреннего кредита, по 2 странам находились в диапазоне 20-40%, по 9 странам колебались между 5-20%, по 2 странам находились в диапазоне ниже 5%. В конце 1999 г. только в Бельгии (из 22 развитых фондовых рынков, см. **табл. 2.23**) размер участия правительства во внутреннем кредите был сопоставим с показателями России (1999 г.).

**Таблица 2.23\***

**Доля правительства во внутреннем кредите в 1999 г., %**

< 0	0- 10	> 10- 25	>25- 40	>40- 70	>70
Гонконг, Норвегия, Сингапур	Австралия (5.9), Великобритания (2.8), Дания (8.4), Ирландия (1.9), Новая Зеландия (0.8), США (9.7), Финляндия (8.6), Швейцария (6.0), Швеция (8.6)	Австрия (20.2), Германия (20.2), Италия (24.5), Испания (20.7), Канада (10.2), Нидерланды (11.8), Франция (22.4), Япония (19.9)	Люксембург (37.0)	Бельгия (45.1)	

\*\*Расчитано по данным IMF International Financial Statistics. В расчет принималась задолженность центрального и местного правительств, а также государственного сектора.

Из **44 формирующихся рынков**, включенных в анализ за 1999 г. в *табл. 2.1*, только у Индонезии (63%) и Украины (65.5%) доля участия правительства во внутреннем кредите была настолько же велика, как у России в 1999 г. При этом из анализа, проведенного по **72 странам** (см. *табл. 2.1*), следует, что **при доле правительства во внутреннем кредите, превышающей 25%, вероятность того, что капитализация рынка акций превысит 40%, очень мала, а 50 - 60% ВВП - крайне незначительна.**

В 2000 – 2002 гг. доля участия государства во внутреннем кредите России резко сократилась (в октябре 2002 г. - 29.2%), были высвобождены значительные денежные ресурсы, направленные в реальный сектор. Вместе с тем, учитывая высокую волатильность цен на экспортные товары России и предстоящие в ближайшие годы значительные платежи по внешнему долгу, можно прогнозировать, что участие правительства во внутреннем кредите обладает в будущем потенциалом расширения.

**Доля центрального банка (монетарных властей) в распределении денежных ресурсов.** Чем выше доля центрального банка в распределении денежных ресурсов и чем, следовательно, в большей мере огосударствлено их движение, тем меньше размер свободных денежных средств, которые могут перераспределяться через финансовый рынок и, в частности, тем меньше емкость тех его сегментов, которые опосредуются обращением ценных бумаг.

*Табл. 2.24*, составленная по **75 (23 развитым и 52 формирующимся) рынкам ценных бумаг**, подтверждает этот факт, демонстрируя снижение капитализации рынка акций, **уменьшение насыщенности ценными бумагами хозяйственного оборота по мере роста значения центрального банка (монетарных властей) в перераспределении денежных ресурсов.**

*Таблица 2.24\**

**Влияние доли центрального банка в перераспределении денежных ресурсов на фондовые рынки**

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	Активы центрального банка / Деньги + Квази - Деньги, %, 2000						
	0-15	15-30	30-45	45-60	60-80	80-100	выше 100
0-15		Бангладеш, Намибия, Эквадор	Кения, Литва, Словения, Хорватия	Коста-Рика, Латвия, Пакистан, Румыния, Шри-Ланка	Венесуэла, Колумбия, Кот-д'Ивуар	Монголия, Парагвай, Украина	Замбия, Молдова, Нигерия
15-30		Австрия, Таиланд, Тунис	Панама, Чехия	Перу	Индонезия, Польша	<b>Россия</b>	Венгрия, Гана

30-45	Н.Зеландия	Маврикий, Марокко, Эстония	Индия, Корея, Мексика	Филиппины	Бразилия, Египет, Норвегия		Зимбабве
45-60		Израиль, Китай, Португалия	Аргентина, Дания	Тринидад и Тобаго			
60-80	Германия, Япония	Италия		Турция	Иордания		
80-100	Австралия, Испания	Бельгия, Ирландия		Греция	Чили		
выше 100	Великобритания, Канада, Люксембург, Нидерланды, США, Франция	Гонконг, Финляндия, Швейцария, Швеция, ЮАР	Малайзия			Сингапур	

\*Расчет показателей приведен в **приложении 3**.

При этом формирующиеся рынки, в числе которых находится и Россия, характеризуются (см. **табл. 2.24**) значительно бóльшей ролью центрального банка в сравнении с развитыми рынками. В этом и во многих других чертах финансовая структура хозяйства России совпадает в большей мере с формирующимися (а не с развитыми) рынками, является типичной для этой группы рынков ценных бумаг.

Соответственно, можно прогнозировать, что до тех пор, пока активы Банка России будут соотноситься с размерами денежной массы (Деньги + Квази-Деньги) как 0.8-1 : 1 (см. **табл. 2.24**), величина капитализации рынка акций – за счет действия внутренних фундаментальных факторов, без учета влияния спекулятивных иностранных инвестиций – не превысит 15-40% ВВП.

**Доходность государственных заимствований.** Политика высоких (особенно сверхвысоких) доходностей, проводимая властями на рынке государственных ценных бумаг, неизбежно вызывает переток денежных ресурсов на этот рынок из сектора корпоративных ценных бумаг. Повышение рыночного процента автоматически, через механизм оценки рынком временной стоимости денег, ведет к падению рыночной стоимости акций и облигаций. Сопоставление доходностей государственных краткосрочных ценных бумаг по ряду стран, включая Россию, в период до финансового кризиса в августе 1998 г., приведено в **табл. 2.25** и в **приложении 4** (данные и методологические замечания).

Из приведенных данных по **51 стране (табл. 2.25)** очевидно, что даже в номинальном выражении доходность по рынку ГКО – ОФЗ в России (в сравнении с рынками краткосрочных государственных ценных бумаг в других странах) была одной из самых высоких в мире в 1995 – 1998 гг.

Дополнительный анализ процентных ставок по **35 странам**, по которым в «IMF International Financial Statistics» не публикуются показатели доходности краткосрочных государственных ценных бумаг (см. пояснения к **приложению 4**), проведен на основе процентных ставок по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям (Lending Rate, строка 60р статистических сборников «International Financial Statistics»). Такой подход возможен, так как процент по банковским кредитам реальному сектору всегда выше доходности краткосрочных государственных ценных бумаг, включает в себя премию за дополнительный риск, который несут банки. Указанный анализ проведен в **табл. 2.26**.

**Таблица 2.25\***

**Сопоставление доходностей государственных краткосрочных ценных бумаг по выборке стран**

Средняя доходность краткосрочных государственных заимствований, % (4 кв. 1995 – июль 1998 г.)									
Ниже 5%	Швейцария	Бельгия	Германия	Франция	Канада				
	1.66	3.47	3.48	3.85	4.25				
От 5 до 10%	Австрия	США	Мальта	Швеция	Португалия	Эфиопия	Ирландия	Испания	Австралия
	5.03	5.08	5.09	5.11	5.39	5.60	5.89	5.95	5.97
	Великобритания	Гонконг	Малайзия	Кувейт	Италия	Исландия	Непал	Новая Зеландия	
	6.38	6.14	6.64	6.99	7.07	7.10	7.47	8.37	
От 10 до 20%	Латвия	Греция	Нигерия	Филиппины	Израиль	Пакистан	Танзания	Шри-Ланка	Ливан
	10.47	11.02	12.06	13.31	14.05	14.72	14.18	14.35	14.38
	Литва	Южная Африка	Намибия	Боливия					
От 20 до 40%	Польша	Венгрия	Лаос	Кения	Казахстан	Мексика	Бразилия	Замбия	Молдова
	21.3	22.3	22.6	22.98	25.87	25.91	28.10	31.04	32.51
	Венесуэла	Киргизия							
	34.47	36.22							
Выше 40%	Гана	Армения							
	40.36	46.41							
	<b>Россия</b>	Румыния	Болгария						
	<b>60.84</b>	61.07	69.80						

\*Источник: IMF International Financial Statistics July 1999, April 2001.

**Таблица 2.26\***

**Анализ рыночного уровня процента на кредиты частным компаниям по выборке стран**

Средние процентные ставки по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям, % (4 кв. 1995 – июль 1998 г.)									
Ниже 10%	Япония	Финляндия	Норвегия	Сингапур	Дания				
	2.57	5.80	6.56	6.67	8.31				
От 10 до 20%	Кипр	Оман	Китай	Аргентина	Панама	Иордания	Корея	Чехия	Таиланд
	8.24	9.30	9.82	10.28	10.81	11.63	12.16	12.99	13.93
	Бангладеш	Эстония	Египет	Индия	Словакия	Чили	Хорватия	Гватемала	Маврикий
	14.00	14.18	14.41	14.68	16.96	17.31	18.26	19.6	19.91
От 20 до 40%	Индонезия	Доминикан. Республика	Коста-Рика	Перу	Парагвай	Гондурас	Колумбия		
	22.97	21.68	24.81	28.35	28.55	30.53	39.19		
Выше 40%	Эквадор	Белоруссия	<b>Россия</b>	Украина	Монголия				
	48.62	52.86	<b>60.84</b>	65.54	76.98				

\*Источник: IMF International Financial Statistics July 1999, April 2001. По России приведены данные о средней доходности краткосрочных государственных заимствований, % (четвертый квартал 1995 – июль 1998 г.).

Итоговый вывод, исходя из данных о процентных ставках *по 86 странам (табл. 2.25 + табл. 2.26)*, - даже в номинальном выражении доходность по рынку ГКО - ОФЗ в России (в сравнении с другими рынками краткосрочных государственных ценных бумаг) была одной из самых высоких в мире.

Исследования номинальной доходности недостаточны, так как инвесторы, особенно на формирующихся рынках, ориентируются в большей мере на валютную (реальную) доходность вложений в финансовые активы. Анализ доходности по рынку ГКО – ОФЗ в валютном выражении проведен (*табл. 2.27, приложение 4*) в сравнении с процентными ставками только по “закрывающей группе” стран (см. *табл. 2.25, 2.26*), которые демонстрировали в 1995 – 1998 гг. наиболее высокую доходность своих краткосрочных государственных ценных бумаг, сопоставимую с доходностью ГКО – ОФЗ, либо же показывали наиболее высокие процентные ставки по кратко- и среднесрочным ссудам бизнесу.

*Таблица 2.27\**

**Сопоставление рыночного уровня процента в валютном выражении по выборке стран**

Средний уровень рыночного процента по инвестициям в валютном выражении (в долларах США) (по группе стран, имеющих наиболее высокий рыночный процент), %, (4 кв. 1995 – 2 кв. 1998 г.)							
Болгария	Бразилия	Киргизия	Эквадор	Молдова	Гана	Румыния	Армения
19.21	25.83	29.58	30.51	31.79	32.09	36.41%	43.43
<b>Россия</b>	Украина	Монголия					
53.16	55.75	63.51					

\*Расчет см. в приложении 4 (средняя арифметическая поквартальных значений доходности в валютном выражении по каждой стране за четвертый квартал 1995 г. – второй квартал 1998 г.).

Из анализа следует, что Россия находилась в составе очень узкой группы стран (*3 из 86 стран*, совместно с Монголией и Украиной), доходность государственных ценных бумаг в которых (и рыночная ставка процента по ссудам) имели экстремально высокие значения в валютном выражении. При этом Россия демонстрировала в 1993 - 1996 гг. и 1998 г. (см. *табл. 2.25 - 2.27*) максимальные – в сравнении с другими странами – значения номинальной и валютной доходности по рынку ГКО – ОФЗ. Сверхвысокая доходность была обусловлена дефицитом денежных ресурсов, одной из базовых причин которого было поддержание центральным банком заниженной монетизации, искусственно низкой насыщенности оборота денежными ресурсами (см. *табл. 2.20*). Другая причина - применение Банком России искусственно высоких про-

центных ставок в 90-е годы, шоковые изменения их размера (май – июнь 1998 г.), искусственно высокая доходность государственных ценных бумаг в 1996 и 1998 гг. (при доминировании Банка России и Сбербанка, доля которых, по оценке, составляла в 1996 –1998 гг. более 50% рынка ГКО - ОФЗ). Все эти факторы оказывали негативное влияние на возможности экономического роста, ограничивали поступление денежных ресурсов на рынки акций, корпоративных облигаций и банковские кредиты в реальный сектор.

Только с середины 1999 г. Банк России начал нормализацию искусственно завышенного в 90-е годы уровня процента, постепенно снижая ставку рефинансирования (с 60% в июне 1999 г. до 33% с марта 2000 г. и 25% с ноября 2000 г.) при увеличении нормы обязательных резервов с января 2000 г. до 10% по валютным средствам и до 7% - по рублевым.

### ***Совместное действие факторов, относящихся к финансовой глубине экономики и к использованию государством внутренних денежных ресурсов***

Проведенный выше анализ воздействия на рынок ценных бумаг ***отдельных факторов***, относящихся к финансовой глубине экономики и использованию государством внутренних денежных ресурсов, дает возможность продемонстрировать ***комбинированное, совместное действие*** указанных факторов, создающих уникальную финансовую ситуацию в той или иной стране. Действительно, в каждой из таблиц, приведенных выше (***табл. 2.1, 2.19, 2.24 – 2.26***), можно выделить ***группу стран, имеющих наихудшие финансовые параметры***, оказывающие наиболее сильное негативное воздействие на рынок ценных бумаг (в данном случае – на капитализацию рынка акций).

Анализ данных групп стран обнаруживает их ***сопоставимость*** (см. ***табл. 2.28***) и возможность выделить ***круг стран, включая Россию***, в которых в конце 90-х – 2000 гг. сложилась ***финансовая ситуация***, с ярко выраженным ***недостатком инвестиционных ресурсов на рынке корпоративных финансовых активов*** и ***оказывающая сильное понижательное давление на объем этого рынка*** (на примере капитализации рынка акций).

Большинство указанных стран (см. ***табл. 2.28***) характеризуется тем, что ***крайне низкая монетизация*** хозяйственного оборота сопровождается

*слишком высокой долей государства в перераспределении денежных ресурсов* (завышенная доля использования правительством внутреннего кредита, слишком большая доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов, не оставляющая места финансовому рынку, высокая доходность государственных заимствований, ослабляющая стимулы инвестиций в корпоративные финансовые активы). Результат – *крайне ослабленный рынок ценных бумаг* (капитализация рынка акций не превышает примерно 10-15% ВВП). Этот рынок испытывает *масштабный дефицит внутренних денежных ресурсов для инвестиций*.

Таблица 2.28\*

**Роль государства в экономике и ее влияние на фондовый рынок**

Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000 (табл. 2.18)		Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000 (табл. 2.18)		Доля правительства во внутреннем кредите, %, 1999 (табл. 2.1)				Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000 (табл. 2.24)				Средняя доходность краткосрочных государственных заимствований, %, (4 кв. 1995 – июль 1998 г.) (табл. 2.25 – 2.26)		
0-10	> 10 -16	10-25	> 25-33	> 18-25	>25-40	>40-70	> 70	47-60	60-80	80-100	выше 100	12-20	20 -40	Выше 40
Гана			+			+					+			+
Замбия		+					+				+			
Венесуэла		+		+					+				+	
Колумбия		+		+					+				+	
Молдова			+			+					+		+	
Монголия		+		+						+				+
Румыния		+				+		+						+
Украина		+				+			+					+
	Коста-Рика		+			+		+					+	
	Нигерия	+				+					+	+		
	<b>Россия</b>	+				+				+				+

\*Составлена на основе таблиц 2.1, 2.18, 2.25-2.26. Группировки показателей уточнены в соответствии с их фактическими значениями по конкретным странам.

Указанные диспропорции в финансовой структуре макроэкономики формируются, а затем корректируются в течение длительного времени; фондовый рынок испытывает на себе их последствия в долгосрочной перспективе. Так, нормализация доходности государственных заимствований в России в 1999 – 2000 гг., снижение доли российского государства во внутреннем кредите в 2000 – 2001 гг. являются только отправными пунктами для роста рыночной стоимости российских ценных бумаг.

**Структура источников финансирования хозяйства**

Взаимосвязь структуры источников финансирования хозяйства, сложившейся в той или иной стране, и масштабов внутреннего рынка ценных бумаг может быть выражена в виде *схемы*, приведенной ниже.



-Выше доля финансирования инвестиций в хозяйстве за счет собственных источников (прибыли и амортизации)  
-Выше доля финансирования инвестиций в хозяйстве за счет прямого банковского кредита или “дружеского” неформального (внебанковского) кредитования, являющегося в развивающихся экономиках одним из основных источников инвестиций  
-Выше доля финансирования в хозяйстве за счет выпуска долговых ценных бумаг (облигаций, коммерческих бумаг и т.п.)



Ниже доля финансирования за счет акций, меньше капитализация внутреннего рынка акций

При этом расширение любого из указанных выше источников средств (например, самофинансирования и прямого банковского кредита) приводит к сокращению использования других источников (в данном случае, получаемых за счет выпуска долговых ценных бумаг и акций).

*Долговые рынки против рынков с преобладанием акций как инструмента финансирования инвестиций.* Выше указывалось (см. пункт 2.1, табл. 2.6), что структура собственности в стране определяет на ряде рынков преобладание акций по отношению к долговым ценным бумагам, если структура акционерных капиталов достаточно раздроблена и в них высока доля физических лиц – акционеров. В частности, это рынки англо-американского мира.

И, наоборот, страны континентальной Европы с оптовой структурой собственности в акционерных капиталах, в рамках капитализма «держателей крупных пакетов» акций характеризуются *долговыми рынками*. Контролирующие или крупные акционеры не заинтересованы разводить свою собственность, они предпочитают самофинансирование или привлечение денежных ресурсов на долговой основе. Долговые ценные бумаги и, соответственно, внутренний кредит преобладают над акциями.

Выше (см. пункт 2.1.4) показано, что структура акционерных капиталов, состоящая из крупных или контрольных пакетов акций, характерна для большинства стран мира. Это означает, что большинство финансовых рынков мира, в отличие от англо-саксонской модели, носит долговой характер, долговая форма финансирования должна преобладать. Анализ структуры финансирования (долги против акций) по 75 (23 развитым и 52 формирующимся) рынкам ценных бумаг приведен в табл. 2.29.

Из 75 рассмотренных нами стран (включая индустриальные) в 53 странах (70.7% выборки) внутренний кредит больше капитализации рынка акций, т.е. эти рынки носят преимущественно долговой характер. Большая часть из них - формирующиеся рынки (43 рынка или 57.3% выборки), что отражает оптовый

характер собственности в развивающихся странах, с преобладанием крупных или контролирующих акционеров. Последним невыгодно размывать свою собственность, поэтому они более склонны к долговому финансированию. В *России*, как и на большинстве других формирующихся рынков (см. *табл. 2.29*), преобладает долговое финансирование.

*Таблица 2.29\**

**Соотношение долгового и долевого (акции) финансирования по выборке стран**

Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000							
Финансовые рынки с преобладанием акций (Внутренний кредит < Капитализация рынка акций)				Финансовые рынки с преобладанием долгового финансирования (Внутренний кредит > Капитализация рынка акций)			
0 - 25	> 25 - 50	> 50 - 75	> 75 - 100	> 100 - 150	> 150 - 200	> 200 - 300	> 300
Велико- британия, Финляндия	Гонконг, Сингапур, ЮАР	Аргентина, Иордания, Мексика, США, Тринидад и Тобаго, Турция, Швейцария, Швеция	Австралия, Греция, Дания, Канада, Малайзия, Нидерланды, Зимбабве, Франция, Чили	Бразилия, Израиль, Ирландия, Испания, Италия, Литва, Нигерия, Норвегия, Перу, Филиппины, Эстония	Бельгия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Индия, Кот-д'Ивуар, Монголия, Польша, <b>Россия</b> , Япония	Германия, Египет, Китай, Колумбия, Корея, Коста-Рика, Маврикий, Марокко, Португалия, Чехия	Австрия, Бангладеш, Замбия, Индонезия, Кения, Латвия, Люксембург, Молдова, Намибия, Н.Зеландия, Пакистан, Панама, Парагвай, Румыния, Словакия, Словения, Таиланд, Тунис, Украина, Хорватия, Шри-Ланка, Эквадор
Итого 22 страны, в т.ч. 12 развитых рынков				Итого 53 страны, в т.ч. 10 развитых рынков			

\*Расчет показателей приведен в *приложении 3*.

Рынки с преобладанием акций над внутренним кредитом – это, прежде всего, *рынки англо – саксонского мира, городов – рынков* (Гонконг, Сингапур) либо тех *стран*, в которых рынки ценных бумаг создавались по образу и подобию *модели, принятой в США* (например, Чили). Кроме того, преобладание акций над внутренним кредитом может быть вызвано *временными спекулятивными эффектами* конца 90-х годов (например, по оценке, в Греции, Финляндии, которые еще в 1996 г. были традиционными долговыми рынками).

Ретроспективные наблюдения за 1996 г. подтверждают эти выводы (см. *приложение 5*). Повсеместно (кроме Северной Америки) долговая форма финансирования преобладает. В частности, из *65 рассмотренных стран в 49 странах (75% стран)* размеры внутреннего кредита превышают объем капитализации рынка акций. Вместе с тем необходимо учитывать, что *преобладание долгового финансирования над акционерным* – это не только отражение структуры собственности, но и *самостоятельный факт финансовой структуры макроэкономики*, который *формирует рынки*, создает систему предпочтений в выборе финансовых инструментов, структуру их предложения.

*Преимущественно облигационные рынки против рынков с преобладанием акций как инструмента финансирования инвестиций.* Финансовая

структура ряда экономик (в т.ч. стран континентальной Европы) характеризуется не только преобладанием долгового финансирования, но и большими размерами облигационного сегмента в сравнении с акциями (см. *табл. 2.30*).

Вместе с тем из *43 рассмотренных стран*, по которым публикуются данные об объеме находящихся в обращении облигаций внутренних эмитентов, в *31 случае* (72% выборки) на рынках преобладают акции в сравнении с облигационным сегментом. Таким образом не только на англо-саксонских, но даже и на преимущественно долговых рынках (см. анализ выше) акции могут подавлять обращение облигаций. В этом случае могут формироваться рынки с «кусковой» собственностью на акции, высокой долей банковского кредита в долговом финансировании (при неразвитости облигаций). Подобные рынки могут возникнуть в очень небольших странах, имеющих упрощенную структуру финансового рынка (небольшие страны Латинской Америки и Африки). Другой разновидностью являются исламские рынки с высокой долей крупных инвесторов в акционерных капиталах и с подавленными или несуществующими рынками облигаций.

*Таблица 2.30\**

*Соотношение облигаций и акций на рынке ценных бумаг*

Непогашенные облигации внутренних эмитентов / Капитализация рынка акций, %, 2000							
Фондовые рынки с преобладанием акций (Облигации внутренних эмитентов непогашенные < Капитализация рынка акций)				Фондовые рынки с преобладанием облигационного финансирования (Облигации внутренних эмитентов непогашенные > Капитализация рынка акций)			
0 - 25	> 25 - 50	> 50 - 75	> 75 - 100	> 100 - 150	> 150 - 200	> 200 - 300	> 300
Гонконг, Индонезия, Перу, Сингапур, Таиланд, Финляндия, Швейцария, Шри-Ланка	Австралия, Ирландия, Великобритания, Китай, Мексика, Нидерланды, Словения, Турция, Чили, ЮАР	Аргентина, Испания, Израиль, Малайзия, <b>Россия</b> , Франция, Швеция	Канада, Индия, Греция, Новая Зеландия, Норвегия, США	Бразилия, Венгрия, Германия, Польша, Португалия	Бельгия, Италия, Корея, Япония	Дания, Чехия	Австрия
Итого 31 страна, в т.ч. 15 развитых рынков				Итого 12 стран, в т.ч. 6 развитых рынков			

\*Расчет показателей приведен в *приложении 3*. Данные по Люксембургу не приведены в связи с тем, что преобладающая часть облигаций, обращающаяся на этом рынке, выпущена иностранными эмитентами. Люксембург является специализированным рынком для иностранных облигационных эмиссий.

*Воздействие роста цен в качестве структурного фактора на рынок ценных бумаг*

Рост товарных цен в той мере, в какой он является постоянно действующим, включенным фактором в макроэкономике, неизбежно должен влиять на формирование цен финансовых инструментов, оказывать на них повышательное воздействие, а, соответственно, на капитализацию рынка акций, величину рыночной стоимости непогашенных долговых ценных бумаг и т.п.

Рынки ценных бумаг, при всех колебаниях рыночной стоимости, не могут не расти в своем денежном измерении в течение длительных периодов времени, если они существуют в условиях долговременного роста цен на товары и услуги и взаимосвязанного с ним увеличения денежных доходов.

Повышательное влияние, оказываемое ростом товарных цен на курсовую стоимость массы ценных бумаг, является фактором прямого действия (не производным, не фактором вторичного порядка). Финансовый рынок произведен от того реального основания, которое создает для него товарное производство и обращение. Количественный анализ этих процессов на примере воздействия роста цен на капитализацию рынка акций в 1969 – 2000 гг. *по 10 крупнейшим и средним индустриальным экономикам* приведен в *табл. 2.31*.

*Таблица 2.31\**

***Влияние роста цен на товары и услуги на курсовую стоимость находящихся в обращении ценных бумаг***

Страны	Цены на потребительские товары и услуги, % к 1995 = 100, на конец года		Курсовая стоимость акций, % к 1995 = 100, на конец года		Корреляция в 1969 – 2000 гг. между ценами на потребительские товары и услуги и курсовой стоимостью акций
	1969	2000	1969	2000	
Австралия	14.5	110.0	19.7	156.6	0,936
Велико-британия	11.7	109.3 (1998)	9.1	150.5 (1998)	0,934
Германия	40.4 (1970)	107.0	28.3 (1970)	258.7	0,825
Дания	18.8	112.1	8.0	250.0	0,858
Италия	8.1	110.0 (1999)	16.8	245.5 (1999)	0,869
Канада	22.5	108.9	23.4	216.7	0,870
Нидерланды	32.7	111.4	23.8	335.5	0,706
США	24.1	113.0	16.6	272.8	0,797
Франция	18.3	106.6	14.5	335.9	0,768
Япония	30.0	101.5	10.9	112.0	0,776

\*Составлено по IMF International Financial Statistics 1999 – 2000. В качестве индекса изменения цен на товары использован индекс изменения цен на потребительские товары и услуги (Consumer Prices) по строке 64 IFS (используется в соответствии с методологическими пояснениями в IFS как наиболее распространенный измеритель инфляции). Изменения цен на акции характеризуются фондовыми средними "Industrial Share Prices" по строке 62 IFS. Уровень 1995 г. принят за 100%.

Данные *табл. 2.31* подтверждают тот факт, что *рост рыночной стоимости рынков ценных бумаг в значительной степени обусловлен увеличением цен в сфере товарного производства и обращения*. Корреляция между этими переменными очень высока, составляя по 10 крупнейшим и средним развитым рынкам ценных бумаг величину 0.7 – 0.94. В результате, «рынки акций всегда растут» в той мере, в какой растут в экономике цены.

***Отраслевая структура хозяйства***

**Отраслевая структура хозяйства** страны должна неизбежно формировать **сходную структуру внутреннего рынка ценных бумаг**, в рамках которой компании одной отраслевой принадлежности доминируют над эмитентами, принадлежащими другим отраслям. **Формирующиеся рынки**, к которым принадлежит и Россия, имеют особенности, связанные с тем, что на таких рынках обычно доминируют иностранные инвесторы, хозяйство этих стран часто имеет сырьевую и экспортную направленность. На небольшие формирующиеся рынки может накладываться отпечаток монопродуктовая структура хозяйства или даже ситуация, когда лишь несколько предприятий способны котироваться на фондовом рынке, например, местные банки с иностранным участием и компании, производящие продовольствие.

Анализ **влияния**, которое оказывает **отраслевая структура хозяйства на структуру рынка ценных бумаг**, проведен **по 33 формирующимся рынкам**, в рамках которых рассмотрена отраслевая принадлежность **238 компаний**, занимающих **1-7-е места по капитализации на рынке акций** (методику и результаты анализа см. в **приложении 6**). Указанные компании обычно формируют 40 – 60% капитализации внутреннего рынка акций (на небольших рынках – до 90-95% капитализации). Результаты анализа обобщены в **табл. 2.32**.

**Таблица 2.32\***

**Отраслевая структура рынков акций по выборке стран**

Отраслевая принадлежность компаний, занимающих 1-7-е места по капитализации на рынке акций (январь 2001 г.)						
Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Страхование и операции с недвижимостью	Коммуникации	Добыча нефти и газа	Нефтепереработка	Транспортировка газа и других энергоносителей
73 банка в 32 странах	13 финансовых институтов в 9 странах	6 финансовых институтов в 6 странах	32 компании в 17 странах	9 компаний в 5 странах	10 компаний в 7 странах	3 компании в 2 странах
Электроэнергетика	Химическая и фармацевтическая индустрия	Производство цемента и строительных материалов	Пищевая индустрия и производство напитков	Производство табачных изделий	Добыча алмазов и металлической руды	Металлургия и металлообработка
7 компаний в 7 странах	12 компаний в 5 странах	10 компаний в 9 странах	15 компаний в 13 странах	6 компаний в 5 странах	3 компании в 2 странах	5 компаний в 4 странах
Электронное и электромашиностроение, программное обеспечение и информационные технологии		Производство пластмасс, бумаги, одежды и текстиля, промышленное производство диверсифицированной продукции, торговля, гостиничное дело, общественное питание, бизнес – услуги, производство телевизионных программ, водный транспорт, почтовые услуги, диверсифицированные холдинги, прочие (неклассифицируемые) отрасли				
9 компаний в 4 странах		25 компаний из 17 стран				
Итого: 238 компаний в 34 странах						

\*Составлено на основе **приложения 6**.

Как следует из *табл. 2.32, типичная черта* формирующихся рынков - *высокая доля финансовых институтов* среди компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию на рынке (92 из 238 компаний, или 38.7% выборки). В ряде мусульманских стран, стран Латинской Америки и других - от 3 до 6 из 7 компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию, являются банками (преимущественно) и другими финансовыми институтами (см. *табл. 2.33*).

*Таблица 2.33\**

*Роль банков и других финансовых институтов в капитализации рынков акций*

Количество банков и других финансовых институтов в числе компаний, занимающих 1-7 места по капитализации на рынке акций (январь 2001 г.)			
3 из 7 компаний	4 из 7 компаний	5 из 7 компаний	6 из 7 компаний
Аргентина, Бразилия, Израиль, Колумбия, Нигерия, Перу, Филиппины	Венесуэла, Зимбабве, Греция, Оман, Польша, ЮАР	Марокко, Турция	Бахрейн, Саудовская Аравия

\*Составлено на основе приложения 6.

В *32 из 34 стран* банки - в составе наиболее капитализированных компаний. Во всех *странах Восточной Европы* (Венгрия, Польша, Словакия, Чехия (см. *приложение 6*) от 1 до 4 банков (Польша) находятся в числе компаний, занимающих 1-7-е места по капитализации на рынке акций. Другой *типичной чертой формирующихся рынков*, связанной с их зависимостью от нерезидентов и их интересов, является *значимая доля телекоммуникационной отрасли* среди компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию на рынке (32 из 238 компаний, или 13.4% выборки). Это же характерно для стран Восточной Европы (Венгрия, Польша, Чехия) и России.

В итоге, *более 50% компаний, занимающих 1-7-е места по капитализации, относится на формирующихся рынках к финансовому сектору и телекоммуникациям*. В остальном структура рынков акций точно отражает экономические приоритеты и отраслевую структуру отдельных стран (см. *приложение 6*):

Добыча нефти и газа	Россия (4 из 7 компаний)
Химия и фармацевтика	Венгрия (4 из 7 компаний), Пакистан
Электронное и электромашиностроение, программное обеспечение и информационные технологии	Индия (3 из 7 компаний), Тайвань (4 из 7 компаний), Китай, Южная Корея
Добыча алмазов	ЮАР (2 из 7 компаний)
Производство табачных изделий	Индия, Индонезия (2 из 7 компаний), Шри - Ланка
Пищевая индустрия и производство напитков	Нигерия (3 из 7 компаний)

Сравнительный *анализ отраслевой структуры рынков акций России и других формирующихся рынков* (прежде всего, *рынков – конкурентов*)

приведен в *табл. 2.34*. Очевидна (см. *табл. 2.34*) *бóльшая сырьевая направленность* рынка ценных бумаг России (7 крупнейших компаний охватывают более 90% капитализации рынка), *отсутствие* среди российских компаний, имеющих наиболее высокую капитализацию, *банков* (что нетипично для формирующихся рынков) и *предприятий высоких технологий* (в отличие от Венгрии, Китая, Южной Кореи, Тайваня и др.). Ни одно российское предприятие электронного машиностроения не имело в 2001 г. биржевых котировок, количество машиностроительных предприятий, ценные бумаги которых прошли биржевой листинг, исчислялось единицами.

*Таблица 2.34\**

**Сравнительная характеристика отраслевой структуры рынков акций России и других формирующихся рынков**

Страны	Отраслевая принадлежность компаний, занимающих ведущее место в капитализации рынка (январь 2001)						
	1-е место по капитализации	2-е место по капитализации	3-е место по капитализации	4-е место по капитализации	5-е место по капитализации	6-е место по капитализации	7-е место по капитализации
<b>Россия</b>	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Электро-энергетика	Металлургия	Коммуникации	Добыча нефти и газа
Китай	Коммуникации	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Электронное и электромашиностроение	Добыча нефти и газа
Южная Корея	Электронное и электромашиностроение	Коммуникации	Коммуникации	Металлургия	Электроэнергетика	Банковское дело	Коммуникации
Тайвань	Электронное и электромашиностроение	Электронное и электромашиностроение	Страхование	Электронное и электромашиностроение	Банковское дело	Электронное и электромашиностроение	Производство пластмасс
Венгрия	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Химическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия
Польша	Коммуникации	Банковское дело	Нефтепереработка	Торговля	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Чехия	Коммуникации	Электроэнергетика	Коммуникации	Банковское дело	Банковское дело	Производство табачных изделий («Филипп Моррис»)	Нефтепереработка
Бразилия	Нефтепереработка	Нефтепереработка	Коммуникации	Пищевая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Турция	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Коммуникации	Банковское дело	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Банковское дело	Банковское дело

\*Составлено на основе приложения 6.

Современная отраслевая структура российского рынка ценных бумаг, вероятно, имеет больший сырьевой уклон и менее диверсифицирована в сравнении с рынком дореволюционной России. В 1899 – 1912 гг. самую крупную долю рынка (по количеству компаний, аккумулировавших денежные средства на основе первичного размещения своих акций на бирже) занимали металлургические и механические предприятия (16.9% рынка), затем



коммерческие банки (14.09% рынка) и только затем нефтяные компании (10.33% рынка).<sup>272</sup>

Анализ *отраслевой структуры развитых рынков ценных бумаг* (1995 –1996 гг.) показывает (см. *табл. 2.35*) **высокий уровень диверсификации**, относительно малую концентрированность на узкой группе отраслей, существенную долю в общей капитализации рынка акций предприятий, производящих продукцию более высокой степени переработки, при высокой (до 30 – 40%) доле финансового сектора в капитализации рынка акций.

*Таблица 2.35\**

**Характеристика отраслевой структуры рынков акций индустриальных стран**

Доли различных отраслей в рынках акций индустриальных стран, %	
Австрия	банки- 20%, страхование-11%, энергетика-19%, машиностроение, транспорт и технологии- 17%, строительные материалы- 6%, прочие- 27%
Бельгия	банки и финансовые услуги- 16%, страхование- 8%, электроэнергетика- 19%, химия- 11%, холдинговые компании- 20%, прочие- 26%
Дания	банки- 15%, страхование-4%, инвестиционные и юнит- трасты- 5%, промышленность- 41%, транспорт- 16%, коммерция и услуги- 19
Финляндия	банки и финансовые услуги- 5%,страхование и инвестиции- 4%, металлообработка и инженерия- 15%, лесная промышленность- 15%, прочая промышленность- 47%, услуги-10%, многоотраслевые компании-4%
Германия	банки- 15%, страхование- 11%, электро/электроника- 11%, коммунальные- 12%, автомобильная- 16%, химия- 22%, прочие-12%
Гонконг	финансовые институты- 16%, операции с недвижимостью- 32%, коммунальные и энергетика- 10%, промышленные предприятия- 13%, консолидированные компании- 27%, прочие - 2%
Италия	банки- 15%, страхование- 15%, коммунальные предприятия- 28%, минералы, металлургия, нефть- 17%, автомобильная- 6%, прочие- 19%
Япония	банки и финансовая услуги-23%, 1%- страхование, электроэнергетика и газовая- 4%, машиностроение и металлообработка- 26%, химия- 5%, торговля- 8%, прочие- 33%
Новая Зеландия	банки и финансовые институты- 0.3%, инвестиции- 9%, энергетика и топливная- 11%, коммуникации и средства массовой информации- 29%, лесная- 18%, транспорт и туризм- 10%, прочие- 22.7%
Норвегия	банки- 8%, страхование- 3%, промышленность-62%, транспорт- 19%
Испания	банки- 24%, электроэнергетика, водо- и газоснабжение- 23%, коммуникации- 11%, нефть и химия- 7%, строительство- 3%, прочие- 32
Швеция	банки, финансовые услуги и инвестиции- 20%, инженерия- 40%, химия и фармацевтика- 17%, лесная- 6%, строительство и недвижимость- 4%, прочие- 13%
Великобритания	банки и финансовые услуги- 22%, страхование- 12%, тяжелая индустрия- 17%, производство потребительских товаров- 16%, услуги- 25%, прочие- 8%
Ирландия	финансовые институты- 37%, пищевая- 14%, строительство- 14%, бумажная и упаковка- 11%, фармацевтическая- 9%, прочие- 15%

\* Источник: The LGT Guide to World Equity Markets. 1997- London: Euromoney Publications PLC, LGT Asset Management, 1997. - 549 p. В таблице приведены данные на конец 1996 г. (использовались, в основном, показатели капитализации рынка; при отсутствии последних брались показатели оборотов по сделкам с акциями). Выбраны биржевые рынки, по которым опубликованы данные об их отраслевой структуре.

Соответственно, *сравнительный анализ* отраслевой структуры рынков акций России и индустриальных стран показывает **разрыв между упрощенной и диверсифицированной структурами**, который предстоит преодолеть в дальнейшем на более зрелых стадиях развития российского фондового рынка.

**2.2.2. Макрофинансовая политика государства и кризис рынка ценных бумаг 1998 г.: причинно-следственные связи**

<sup>272</sup> Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии. – 1913. - С. 230.

Во втором квартале 1998 г. впервые за время существования рынка ГКО – ОФЗ возникло *отрицательное сальдо* чистого привлечения средств за счет ГКО – ОФЗ (привлечение – погашение – расходы на обслуживание (дисконт, купон)) и, соответственно, стала очевидной необходимость его реального покрытия за счет средств федерального бюджета (см. *табл. 2.36*). Минфином России ситуация характеризовалась как «ухудшение сальдо текущих операций», и, как следствие, «быстрый уход международного финансового капитала с российского финансового рынка, что спровоцировало падение стоимости государственных ценных бумаг, возрастание давления на курс рубля», «практически полное отсутствие спроса и отток средств с рынка государственных ценных бумаг», «невозможность осуществления платежей по погашению основного долга и расходам по обслуживанию государственного внутреннего долга при полном отсутствии поступлений в федеральный бюджет за счет размещения государственных ценных бумаг как на внутреннем, так и на внешнем рынках».<sup>273</sup>

*Таблица 2.36\**

*Денежные потоки между бюджетом и рынком ГКО-ОФЗ в 1998 г.*

Показатели, млрд. руб.	01. 98	02.98	03. 98	04. 98	05. 98	06. 98	07.98	08. 98
Привлечение средств бюджетом от размещения ГКО - ОФЗ	25.21	30.90	39.73	35.00	26.55	20.27	13.34	2.71
Погашение бюджетом ГКО-ОФЗ	25.04	28.87	36.40	33.16	28.96	30.51	35.96	9.97
Разница между привлечением и погашением средств бюджетом от ГКО-ОФЗ	+0.17	+2.03	+3.33	+1.84	-2.41	-10.24	-22.62	-7.26

\*Статистическое приложение к Отчету Банка России за 1998 год, табл. 34.

В начале августа 1998 г. был очевиден *масштабный дефицит средств на погашение и обслуживание ГКО – ОФЗ* в предстоящие до конца 1998 г. месяцы.<sup>274</sup> Ситуация однозначно квалифицировалась как долговой кризис, как состояние неплатежеспособности Правительства РФ по погашению внутреннего государственного долга. В итоге, Правительством РФ было принято решение об отказе от совершения денежных платежей в погашение и обслуживание ГКО – ОФЗ, выпущенных до 17 августа 1998 г., а также о реструктурировании ГКО-ОФЗ на худших условиях. ГКО – ОФЗ утратили ликвидность, были прекращены операции с ними на вторичном рынке (на ММВБ). Одновременно были введены ограничения на валютнообменные операции нерезидентов капитального характера с тем, чтобы предотвратить краткосрочный вывод валютных средств из России, запрещены для нерезидентов Российской Федерации вложения средств в рублевые активы со сроком погашения до 1 года включительно, объявлен мораторий сроком на 90 дней на осуществле-

<sup>273</sup> Об итогах работы Министерства финансов Российской Федерации в 1998 году (информационное сообщение размещено на сайте Минфина РФ в Интернете).

<sup>274</sup> Вавилов А.П. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – М.: Институт финансовых исследований, Городец – издат, 2001. – С. 47.

ние выплат по возврату финансовых кредитов, полученных от нерезидентов Российской Федерации, на выплаты по срочным валютным контрактам и др.<sup>275</sup>

**Объективной причиной** неплатежеспособности Правительства РФ, не зависящей от его действий, стала отрицательная динамика цен на основные экспортные товары в 1997 – 1998 гг., в т.ч. на нефть (*табл. 2.37*). Анализ влияния цен на нефть на динамику российского фондового рынка приведен выше (см. в *пункте 1.3*). В первом полугодии 1998 г. цены на нефть резко упали. Как следствие, в первом полугодии 1998 г. резко сократилась валютная выручка и ухудшился торговый и, соответственно, платежный балансы России (см. *табл. 2.38*) (с усилением давления на валютный курс рубля, валютные резервы, содействием оттоку иностранных капиталов).

*Таблица 2.37\**

*Динамика мировых цен на нефть в 1997 – 1998 гг.*

Годы	Янв.	Февр.	Март	Апр.	Май	Июнь	Июль	Авг.	Сент.	Окт.	Нояб.	Декаб.
1997	23.05	20.92	19.16	17.85	18.54	17.38	17.48	17.96	17.96	18.88	18.08	16.16
1998	14.55	13.41	12.36	12.85	12.66	11.67	11.56	11.34	12.78	12.12	10.99	9.39

\*Используются текущие (не дефлированные) цены «Refiner Acquisition Cost of Imported Crude Oil» за 1997 – 1998 г. г., в долл. за баррель, данные на конец периода, опубликованы Energy Information Administration, United States на официальном сайте [www.eia.doe.gov](http://www.eia.doe.gov) в докладе «World Oil Market and Oil Price Chronologies: 1970-1999».

Второй объективной причиной неплатежеспособности Правительства РФ, не зависящей от его действий, был азиатский финансовый кризис октября 1997 г. и, как следствие, сокращение объема денежных ресурсов, направляемых международными инвесторами на формирующиеся рынки ценных бумаг (emerging markets), включая Россию. Доля нерезидентов на рынке государственных ценных бумаг составляла в первом полугодии 1998 г. не менее 30%.<sup>276</sup> Доля нерезидентов на рынке акций, по оценке, - более 60 - 65%.

*Таблица 2.38\**

*Динамика состояния торгового баланса и счета текущих операций России в 1997 – первом полугодии 1998 гг.*

Показатели		1997				1998	
		1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.
1	Экспорт	21154	20654	21715	25153	18617	18846
2	Импорт	-15136	-17147	-18292	-20775	-17709	-17262
3	Торговый баланс (1+2)	6018	3507	3423	4377	908	1584
4	Баланс услуг	-1030	-1155	-1513	-1500	-1045	-1293
5	Баланс оплаты труда	-70	-77	-103	-93	-89	-71

<sup>275</sup> Совместное заявление Правительства РФ и Банка России от 17 августа 1998 г., постановление Правительства РФ от 17 августа 1998 г. «Об организации работы по погашению отдельных видов государственных ценных бумаг», Указание Банка России от 17 августа 1998 г. № 316/1-У «О приостановлении отдельных видов операций с ГКО – ОФЗ» и др.

<sup>276</sup> В «Программе стабилизации экономики и финансов», одобренной на расширенном заседании Правительства РФ 23 июня 1998 г., отмечалось (раздел 2), что «с конца 1996 года на рынок государственных ценных бумаг были допущены нерезиденты и к концу 1997 г. их доля на рынке возросла до 30%. Это был главный фактор, благодаря которому в течение прошлого года удалось значительно снизить доходность ГКО и процентные ставки в экономике. Однако, когда ситуация на мировых финансовых рынках стала ухудшаться, привлеченные в Россию «горячие деньги» стали серьезным дестабилизирующим фактором».

6	Баланс инвестиционных доходов (проценты, дивиденды)	-1118	-2151	-2701	-2111	-1142	-3663
7	Баланс текущих трансфертов	-1	-118	-96	-146	-139	-144
8	Счет текущих операций (3+4+5+6+7)	3798	6	-990	528	-1508	-3587

\*Платежные балансы Российской Федерации за 1997 и 1998 гг. (Годовой отчет Банка России за 1997 г., статистическое приложение, табл. 14; Годовой отчет Банка России за 1998 г., статистическое приложение, табл. 15).

**Табл. 2.39** показывает падение фондовых индексов, характеризующее повсеместное снижение иностранных инвестиций на ключевых формирующихся рынках, в том числе в России, с октября 1997 г. по июль 1998 г. С другой стороны, **табл. 2.40** показывает повсеместный подъем в 1997 – июле 1998 гг. развитых фондовых рынков, вызванный притоком новых денежных ресурсов. На эти рынки были перераспределены в ходе кризиса инвестиции, которые ранее направлялись на формирующиеся рынки, включая Россию.

**Таблица 2.39\***

**Динамика фондовых индексов рынков ценных бумаг России, стран Азии и Латинской Америки в июле 1997 – июле 1998 гг.**

Период	Формирующиеся и развитые рынки ценных бумаг стран Азии								Формирующиеся рынки ценных бумаг стран Латинской Америки				Россия
	Индонезия	Малайзия	Таиланд	Филиппины	Гонконг	Сингапур	Корея	Индия	Бразилия	Венесуэла	Мексика	Чили	
июль 1997	609	342	221	389	7120	2249	113	131	1239	246	1286	985	457
август 1997	362	238	148	283	6170	2053	110	117	1047	243	1188	933	433
сентябрь 1997	387	220	156	255	6545	2129	99	119	1159	269	1356	942	466
октябрь 1997	330	174	109	222	4639	1719	68	115	879	240	1100	846	399
ноябрь 1997	251	137	95	221	4561	1874	51	102	905	220	1205	783	314
декабрь 1997	163	135	73	200	4609	1733	35	104	984	219	1304	770	382
январь 1998	107	119	92	197	3951	1421	60	93	899	187	1120	656	268
февраль 1998	123	179	122	243	4717	1785	56	103	968	182	1158	722	314
март 1998	145	175	115	257	4603	1766	56	110	1048	198	1221	770	332
апрель 1998	127	148	105	234	4100	1650	54	113	1002	154	1248	716	324
май 1998	83	121	75	230	3524	1360	40	99	844	152	1076	649	196
июнь 1998	68	94	56	190	3321	1185	36	86	811	116	1005	594	154
июль 1998	87	84	58	175	3059	1171	48	85	881	113	990	630	157

\*Страновые фондовые индексы, рассчитываемые по рынкам акций компанией MSCI, на основе цен на акции, номинированных в долларах, данные на конец периода, публикуемые на сайте MSCI в Интернете.

**Таблица 2.40\***

**Динамика фондовых индексов развитых рынков ценных бумаг Европы и США в июле 1997 – июле 1998 гг.**

Период	Крупные развитые рынки ценных бумаг					Рынки ценных бумаг небольших индустриальных стран Европы									
	США	Германия	Франция	Великобритания	Италия	Австрия	Бельгия	Греция	Дания	Испания	Ирландия	Нидерланды	Финляндия	Швейцария	Швеция
июл.97	912	1168	884	993	270	943	1087	343	1620	250	303	1907	219	2108	2896
авг.97	857	1051	816	974	262	884	1004	338	1539	244	303	1717	200	1911	2736
сен.97	901	1131	902	1056	300	949	1060	388	1715	279	312	1865	237	2105	3060
окт.97	875	1051	841	1014	281	926	1051	333	1638	252	306	1781	220	2091	2751
ноя.97	916	1087	858	1016	288	863	1059	325	1655	266	303	1764	209	2155	2812
дек.97	929	1131	887	1052	309	922	1081	320	1794	273	315	1805	197	2274	2713
янв.98	940	1164	918	1101	337	952	1120	297	1799	294	336	1820	213	2360	2781
фев.98	1005	1237	994	1175	350	1019	1171	306	1840	331	373	2003	252	2582	3040
мар.98	1056	1319	1104	1234	419	1070	1268	394	2057	375	387	2064	263	2636	3250

апр.98	1067	1367	1139	1234	410	1160	1352	498	1969	386	418	2132	311	2621	3407
май.98	1044	1475	1197	1186	431	1225	1432	501	2022	388	399	2241	306	2732	3508
июн.98	1088	1536	1224	1202	450	1136	1535	459	1976	390	397	2200	324	2730	3483
июл.98	1076	1571	1235	1176	450	1153	1608	548	2033	411	388	2210	360	2928	3463

\*Страновые фондовые индексы, рассчитываемые по рынкам акций компанией MSCI, на основе цен на акции, номинированных в долларах, данные на конец периода, публикуемые на сайте MSCI в Интернете.

**Ряд внутренних факторов**, относящихся к **экономической политике государства в 1995 – 1998 гг.** и сформировавших искажения в финансовой структуре хозяйства, способствовал неустойчивости фондового рынка. В 90-е годы **политика финансовой стабилизации** не была своевременно изменена на **политику стимулирования экономического роста**. Это привело к постоянно кризисному состоянию экономики и сокращению возможностей оздоровления государственных финансов и рынка корпоративных финансовых активов, сделало экономику страны и фондовый рынок более уязвимыми к внешним кризисам.

Так, **экономическая политика в 90-е годы велась по формуле**: «низкая монетизация + излишнее кредитование государства с искусственно высокой доходностью + сверхвысокие для переходной экономики налоги + отсутствие крупных инвестиций государства + искусственно стабильный валютный курс, ограничивающий экспорт товаров + огромные регулятивные издержки и риски», что делало **невозможным для хозяйства страны выход из кризиса**.

В частности, **элементами такой экономической политики**, делавшей **финансовый рынок крайне неустойчивым**, были:

**-политика излишних государственных заимствований**, которая привела к тому, что доля государства во внутреннем кредите (часть денежных ресурсов, направляемая на обслуживание потребностей государства вместо кредитования экономики) к моменту кризиса превышала 60% - один из самых высоких в мире показателей (см. **пункт 2.2, табл. 2.22; приложение 7**);

**-политика сверхвысоких доходностей** на рынке государственных ценных бумаг **при доминирующей роли Банка России и Сберегательного банка** на рынке ГКО-ОФЗ (по оценке, **примерно 50% рынка**), широких возможностях манипулировать доходностями и объемами привлеченных ресурсов. Сверхвысокая доходность приводила к ускоренному накоплению внутреннего государственного долга, к созданию стимулов для вовлечения всё большей части внутренних денежных ресурсов в обслуживание внутреннего государственного

долга вместо инвестирования в реальный сектор, к втягиванию средств иностранных инвесторов в преимущественно спекулятивные операции на рынке государственных ценных бумаг (см. **пункт 2.2, табл. 2.25 – 2.27, приложение 4**). Индикатор «Вложения Банка России и Сберегательного банка РФ в государственные ценные бумаги / Объем ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении» составлял на начало 1998 г. 62.5%.<sup>277</sup> Если основываться на приведенных в сноске расчетах и оценке (после корректировки на другие виды государственных обязательств) доли Банка России и Сберегательного банка на рынке ГКО – ОФЗ в 50%, то из них, судя по соотношению активов этих банков в форме государственных ценных бумаг, на долю Банка России приходилось примерно 30% рынка, а Сберегательного банка – примерно 20%;

**-сверхжесткая денежная политика**, следствиями которой были падение уровня монетизации до одного из самых низких в мире уровней (см. **пункт 2.2, приложение 7**) и - в результате – предкризисное (1993 – 1998 гг.) искусственное сокращение массы денег в обращении ниже необходимого ее предела, взрывной рост бартера и выпуска векселей (суррогатов денег), финансирование хозяйства за счет роста просроченной задолженности, крайне слабая финансовая и капитальная база банков и других финансовых институтов, вызванная острым дефицитом внутренних денежных ресурсов и, как следствие, сокращение внутренней базы инвестирования, зависимость от притока на внутренний фондовый рынок спекулятивных иностранных капиталов;

**-сверхтяжелое для формирующейся экономики**, переживающей тяжелый кризис, **налоговое бремя** (по оценкам, налоговые и квази-налоговые платежи составляли 34-36% ВВП), приводящее к массовому сокрытию прибылей, к уходу значительной части экономики из легального оборота, к бегству капиталов за рубеж и сокращающее, в конечном итоге, доходную базу бюджета и его способность ограничивать заимствования на финансовом рынке;

**-неудачная политика формирования рынка акций** на базе Российской торговой системы, с очень высокой долей спекулятивных иностранных инвесторов, со значительной (более чем 90%) долей расчетов по оффшорным счетам

---

<sup>277</sup> В соответствии со статистическим приложением к Годовому отчету Банка России за 1997 г. (табл.27) объем ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении на начало 1998 г., составлял по номинальной стоимости 384.9 млрд. денонмированных рублей (опубликован на сайте Банка России [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)). Величина вложений Банка России в государственные долговые обязательства в соответствии с данными баланса на начало 1998 г. была равна 147.9 млрд. денонмированных рублей (статистическое приложение, табл.20). Вложения Сберегательного банка РФ на рынке государственных ценных бумаг (статистическое приложение, табл. 36) составляли 92.7 млрд. денонмированных руб. Соответственно, указанный индикатор, в процентах равен  $(147.9 + 92.7) / 384.9 \times 100 = 62.5\%$ . При этом необходимо учитывать, что портфели Банка России и Сберегательного банка хотя и состояли в основном, по оценке, из ГКО – ОФЗ, содержали также и другие государственные ценные бумаги.

(свободным вводом – выводом «горячих денег»), с быстрым ростом курсовой стоимости акций с конца 1995 г. до лета 1997 г. в 5-6 раз, с существенными возможностями манипулировать этим рынком в силу его небольшого объема и одной из самых высоких в мире волатильности рынка в 1996-1999 гг. (именно этот рынок стал «спусковым механизмом» кризиса на рынке внутреннего государственного долга) (см. *пункты 1.2, 1.3 и 2.3*);

*-политика в 1995 – 1998 гг. жестко закрепленного валютного курса* (см. *табл. 2.41*), которая в сочетании с фактическим «обесценением» доллара США в российском обороте (падение курса рубля в долларах США значительно отставало от роста рублевых цен, долларовое измерение цен российских товаров постоянно росло, см. *табл. 2.41*), поэтапной либерализацией движения иностранных капиталов привела к искусственному разогреву российского финансового рынка, получения на нем сверхдоходностей в валютном измерении и, как следствие, к свободному приходу и выходу с рынка преимущественно краткосрочных иностранных спекулянтов (доля которых на рынке акций, как указывалось, составляла, по оценке, 60 - 65%, а на рынке ГКО-ОФЗ – 30-35%).

*Таблица 2.41\**

*Сравнительная характеристика динамики валютного курса рубля и потребительских цен*

Показатели	1995	1996	1997	1 кв. 1998	2 кв. 1998	Июль 1998
Курс рубля к доллару США, на конец периода, руб. / долл.	4.6400	5.5600	5.9600	6.1060	6.1980	6.2380
Изменение курса рубля к доллару США, % к концу предыдущего периода	30.70	19.83	7.19	2.45	1.51	0.64
Прирост потребительских цен, % к концу предыдущего периода	197.41	47.57	14.62	3.17	1.50	0.10

\*Составлено по данным IMF International Financial Statistics November 1998.

Как следствие, *сложилась неадекватная система стимулов*, которая уводила внутренних и внешних инвесторов от вложения финансовых ресурсов в производство, от прямых инвестиций, создавала преимущественный интерес к инвестициям на обслуживание текущих нужд государства, не связанных с капитальными вложениями и экономическим ростом, к исключительно спекулятивной деятельности (без которой тем не менее финансовые рынки существовать не могут).

В итоге, *сформировалась способность краткосрочных спекулянтов воздействовать на важнейшие макроэкономические показатели*



(искусственное сужение возможностей внутренних инвесторов за счет крайне низкой монетизации, доминирование иностранных спекулятивных инвесторов на рынке акций и их очень высокая роль на рынке государственных ценных бумаг при режиме свободного ввода-вывода денег с рынка, сложившемся к 1998 г.). Резкие колебания в потоках “горячих” денег при высокой доле иностранных инвесторов на рынке способны создавать шоки на рынке государственных и корпоративных ценных бумаг (резкое снижение курсов, шоковый рост доходности государственных ценных бумаг, сброс ценных бумаг с превращением их в рубли и выбросом их на валютный рынок с последующим понижательным давлением на рубль, невозможность привлечь с рынка в бюджет дополнительные денежные ресурсы для погашения предыдущих выпусков ГКО – ОФЗ и т.д.)

Без корректировки на ситуацию и особенности экономики в России *использовались такие рыночные концепции* (а иногда и рыночные мифы) как “запрещение прямого кредитования центральным банком бюджета” (хотя Банк России совместно со Сбербанком РФ доминировал на рынке ГКО-ОФЗ в 1995 – 1998 гг. и фактически кредитовал бюджет), “полное подавление инфляции как условие роста экономики”, “ускоренная либерализация счета капиталов”, “жесткое ограничение предложения денег экономике как условие финансовой стабилизации”, “обеспечение полной собираемости налогов” (при сверхвысоком налоговом бремени), “фиксация валютного курса” как самоцель, “невозможность прямой поддержки центральным банком – через коммерческие банки – хозяйства” и т.п. Указанные и другие концепции, хорошо работая в развитых рыночных экономиках, могут быть неадекватны условиям реформируемой экономики, переживающей глубокий кризис, являющейся переходной, несущей масштабные расходы на содержание военно-промышленного комплекса и армии, которые не могут быть снижены в короткие сроки.

### ***Анализ оперативных действий Банка России летом - осенью 1998 г.***

Ежедневная динамика индикаторов рынка ГКО – ОФЗ, валютного рынка, рынка акций и инструментов денежно-кредитной политики Банка России (15

июля – 14 августа 1998 г.) представлена в *табл. 2.42*. Масштабный дефицит средств для обслуживания ГКО – ОФЗ, сложившийся к началу августа 1998 г., как следствие действия ряда фундаментальных причин (см. выше) проявился в июле – августе 1998 г. в форме кризисной ситуации на рынке ГКО – ОФЗ и смежных финансовых рынках (акций, валюты, срочном рынке). *Кризисная ситуация конца июля – начала августа 1998 г.* выражалась в следующем:

Таблица 2.42\*

**Предкризисная динамика индикаторов финансового рынка России**

Период	Доходность государственных ценных бумаг, %, на конец периода	Объем торгов по ГКО – ОФЗ по номиналу, млн. долл.	Фондовый индекс РТС – Интерфакс, на конец периода	Объем торгов акциями в РТС, млн. долл.	Валютный курс рубля к доллару США	Инструменты денежной политики Банка России (данные на конец периода)		
						Ставка рефинансирования	Ставки ломбардного кредитования, %**	Нормативы обязательных резервов**
1997	26.0	-	396.86	-	5.9600	28	24/00	14
1998, 1 кв.	24.4	-	325.50	-	6.1060	30	30.00	14
1998, 30 апр.	27.8	-	312.37	-	6.1330	30	30.00	14
1998, 31 мая	68.23	-	29 мая - 191.29	-	6.1640	150	150.00	14
1998, 30 июня	69.29	-	151.35	-	6.1980	80	X	14
1998, 15 июля	52.00	Оборот с 13 по 17 июля – 7.1 млрд. долл.	190.56	Оборот с 13 по 17 июля – 285.9 млн. долл.	6.2130	80	X	14
1998, 16 июля	55.68		181.32		6.2140	80	X	14
1998, 17 июля	49.09		193.35		6.2160	80	x	14
1998, 20 июля	47.12	Оборот с 20 по 24 июля – 3.86 млрд. долл.	193.02	Оборот с 20 по 24 июля – 160.0 млн. долл.	6.2190	80	93.25	14
1998, 21 июля	45.21		183.95		6.2200	80	x	14
1998, 22 июля	48.31		171.73		6.2210	80	x	14
1998, 23 июля	48.84		159.86		6.2220	80	x	14
1998, 24 июля	59.80		157.74		6.2230	60	x	14
1998, 27 июля	65.06	Оборот с 27 по 31 июля – 4.07 млрд. долл.	143.46	Оборот с 27 по 31 июля – 131.8 млн. долл.	6.2255	60	x	14
1998, 28 июля	74.95		147.28		6.2290	60	66.81	14
1998, 29 июля	63.10		147.96		6.2320	60	x	14
1998, 30 июля	61.72		150.17		6.2350	60	x	14
1998, 31 июля	58.70		149.65		6.2380	60	x	14
1998, 3 авг.	65.56	Оборот с 3 по 7 августа – 2.79 млрд. долл.	145.64	Оборот с 3 по 7 августа – 76.5 млн. долл.	6.2410	60	60.10	14
1998, 4 авг.	64.97		147.21		6.2440	60	x	14
1998, 5 авг.	66.86		141.68		6.2490	60	x	14
1998, 6 авг.	71.25		135.88		6.2520	60	57.02	14
1998, 7 авг.	86.39	132.86	6.2550	60	x	14		
1998, 10 авг.	87.77	Оборот с 10 по 14 августа – 2.67 млрд. долл.	120.91	Оборот с 10 по 14 августа – 90.0 млн. долл.	6.2585	60	67.13	14
1998, 11 авг.	107.55		109.90		6.2620	60	x	14
1998, 12 авг.	124.34		108.19		6.2650	60	x	14
1998, 13 авг.	162.74		101.17		6.2685	60	126.98	14
1998, 14 авг.	162.51		115.00		6.2725	60	x	14

\*Таблица составлена на основе следующих данных. Доходность государственных ценных бумаг на конец 1997 г., 31 марта и 30 апреля 1998 г. – строка 60с (Treasury Bill Rate) IMF International Financial Statistics, доходность на остальные даты – показатель средней доходности по общему ГКО, часть 5 «Бюллетеней фондового рынка» Банка России. По оценке, указанные показатели на несколько пунктов меньше средневзвешенной доходности по ГКО – ОФЗ. Объем торгов по ГКО – ОФЗ раскрыт Банком России в недельных «Бюллетенях фондового рынка» от 17, 24, 31 июля, 7 и 14 августа 1998 г., опубликованных на сайте Банка России в Интернете. Валютный курс рубля – статистика официальных валютных курсов, публикуемая Банком России в Интернете. Фондовый индекс РТС – Интерфакс (значение закрытия) – статистика значений указанного индекса, ежедневный объем торгов на рынке акций опубликованы Российской торговой системой в Интернете.

\*\*Ставки ломбардного кредитования на срок 7 дней, в процентах. 1997 – на конец года. Ставки за 20, 28 июля, 3, 6, 10, 13 августа 1998 г. являются средневзвешенными ставками по кредитным аукционам на срок до 7 дней, на которых банки в течение этого периода получили дополнительную ликвидность в незначительном объеме. Нормативы обязательных резервов приведены по счетам до востребования и срочным обязательствам до 30 дней включительно. Данные о ставках ломбардного кредитования и нормативах обязательных резервов раскрыты Банком России в Интернете.

-в момент кризиса при масштабном и растущем (по оценке) дефиците средств на обслуживание ГКО – ОФЗ наблюдались быстрое падение оборотов на рынке (в 2.6 раза 10-14 августа в сравнении с периодом 13-17 июля 1998 г.), нарастающая его неликвидность (см. *табл. 2.42*), экстремальный рост доходно-

сти ГКО с 50-55% 13-17 июля до 100 – 160% 11-14 августа 1998 г. при адекватном росте доходности ОФЗ и соответствующем масштабном падении курсов ГКО – ОФЗ (см. *табл. 2.42*). В свою очередь, это означало резкое падение спроса инвесторов на приобретение ГКО – ОФЗ, вывод средств инвесторов с рынка и невозможность рефинансирования ГКО – ОФЗ через рынок;

-одновременно быстро падал (см. *табл. 2.42*) объем торгов акциями (в 3.2 раза 10-14 августа в сравнении с 13-17 июля 1998 г.), нарастала неликвидность рынка акций при снижении фондовых индексов с уровня 180 – 195 13-17 июля до 100 – 120 10-14 августа 1998 г., или на 40-50% ниже. Это было продолжением долгосрочной тенденции: за девять месяцев до кризиса, 6 октября 1997 г., индекс РТС достиг своего исторического максимума в 571.66 пункт. В свою очередь, это означало, как и на рынке ГКО, вывод средств инвесторов с рынка;

-по данным Банка России,<sup>278</sup> с 17 июля по 14 августа 1998 г. объем находящихся в обращении ГКО – ОФЗ снизился с 427.8 млрд. руб. до 387.0 млрд. руб. на 14 августа 1998 г. (- 40.8 млрд. руб.). Часть средств с рынка ГКО-ОФЗ была выведена во второй половине июля 1998 г. в форме обмена ГКО – ОФЗ на еврооблигации Правительства РФ. Вместе с тем сужение рынка в большей мере было определено прямым сокращением денежного спроса, отсутствием рефинансирования рынка ГКО – ОФЗ, невозможностью аукционов по размещению новых выпусков ГКО – ОФЗ. По экспертной оценке, более 50% снижения массы обращающихся ГКО было обусловлено выводом нерезидентами средств с рынка ГКО – ОФЗ. В остальном сокращение спроса на ГКО – ОФЗ было связано с изъятием денег с этого рынка Сберегательным банком и коммерческими банками;

-при этом Банк России не компенсировал отток средств с рынка ГКО – ОФЗ ростом собственных инвестиций в государственные ценные бумаги (см. *табл. 2.43*). Таково было обязательство, взятое в июле 1998 г. перед МВФ.

*Таблица 2.43\**

**Оценка динамики вложений Банка России в ГКО-ОФЗ**

Показатели, на конец периода	Май 1998	Июнь 1998	Июль 1998	Август 1998
Вложения Банка России в государственные ценные бумаги, млрд. руб.	139.5	138.0	139.2	132.9
Объем ГКО – ОФЗ, находящихся в обращении, млрд. руб.	435.0 (5 июня)	433.1 (3 июля)	394.3	X

<sup>278</sup> Бюллетени фондового рынка от 10, 17, 24, 31 июля, 10, 14 августа, опубликованные Банком России в Интернете.

Вложения Банка России в государственные ценные бумаги / Объем ГКО – ОФЗ, находящихся в обращении, %	32.1	31.9	35.3	X
---	------	------	------	---

\*Данные о вложениях Банка России в государственные ценные бумаги раскрыты в ежемесячных балансах Банка России, размещенных в Интернете. По оценке, вложения Банка России в ГКО – ОФЗ были несколько меньше общей суммы инвестиций в государственные ценные бумаги. Показатели объема ГКО-ОФЗ, находящихся в обращении, содержатся в «Бюллетенях фондового рынка», часть 4, размещенных Банком России в Интернете.

Джордж Сорос в своей книге «Кризис мирового капитализма», характеризуя нарастание долгового кризиса в июле – августе 1998 г. в России, писал, что «обычно банковскому кризису противодействует центральный банк путем вмешательства и предоставления наличных средств, а также ссужая деньги под залог и льготные проценты; но в данном случае центральный банк не мог этого сделать в соответствии с условиями МВФ. В результате ситуация становилась... неразрешимой.»<sup>279</sup> Действительно, кроме обмена некоторой части ГКО – ОФЗ на еврооблигации, другим крупным событием, влияющим на развитие кризиса, стало выделение 20 июля МВФ финансовой помощи в размере 4.3 млрд. долл., с поступлением денег на счета Банка России 23 июля 1998 г.

В связанном с выделением финансовой помощи со стороны МВФ Заявлении Правительства РФ и Центрального банка РФ о политике экономической и финансовой стабилизации (утверждено постановлением Правительства РФ от 20 июля 1998 г. № 851) содержались следующие обязательства (пункт 29): «Денежно-кредитная и валютная политика останется неизменной. Политика процентных ставок и в дальнейшем будет нацелена на поддержание в целом стабильного реального валютного курса и повышение уровня международных резервов; Центральный банк Российской Федерации будет воздерживаться от мер, компенсирующих влияние покупки или продажи валюты на ликвидность на внутреннем рынке, которые он мог бы осуществить для поддержки валютного курса. В то же время Центральный банк Российской Федерации станет воздерживаться от интервенций на рынке государственных краткосрочных обязательств, направленных на оказание влияния на процентные ставки, и станет корректировать процентные ставки по своим операциям в соответствии с рыночными условиями»

Таким образом Банк России в условиях нарастания кризисных явлений на рынке отказывался как от обычных операций центрального банка, поддерживающих курс национальной валюты, так и от интервенций на рынке государственных краткосрочных обязательств, которые могли бы поддержать денежный спрос на ГКО – ОФЗ, снизить доходность и поддержать курс государственных ценных бумаг. Одновременно Банк России заявлял о том, что он «еще больше ужесточит предоставление кредитов на внутреннем рынке», т.е. не будет поддерживать ликвидность банков (пункт 30).

<sup>279</sup> Сорос Дж. Кризис мирового капитализма (пер. с англ.). – М.: Издательский дом «Инфра – М», 1999. - С. 173

Если формально следовать логике Заявления, Банк России в условиях углубления кризисной ситуации оставлял за собой возможность активно действовать только в рамках политики процентных ставок. Однако, что касается процентной политики, то в отличие от международной практики, изменение ставки рефинансирования или ломбардной ставки центрального банка в 90-е годы оказывало крайне слабое влияние на состояние российского финансового рынка, так как Банк России под эти проценты предоставлял коммерческим банкам очень ограниченный объем кредитов.

По оценке, не использовались для поддержания ГКО – ОФЗ и средства аффилированного с Банком России Сберегательного банка (доля на рынке ГКО – ОФЗ - примерно 20%, расчет см. выше), динамика вложений которого в ГКО - ОФЗ, видимо, соответствовала тому, как изменялись активы в форме государственных ценных бумаг 30 крупнейших российских банков – с 144.9 млрд. руб. (на 1 июля 1998 г.) до 135.5 млрд. руб. (на 1 августа 1998 г.) и 132.5 млрд. руб. (на 1 сентября 1998 г.).<sup>280</sup> Доминирующие игроки рынка (Банк России, Сберегательный банк), занимающие к моменту кризиса примерно 50% рынка ГКО - ОФЗ, в период кризиса “стояли” на рынке, не предъявляли платеже-способный спрос на ГКО - ОФЗ, который мог бы восстановить ликвидность рынка, сбить экстремальную доходность ГКО – ОФЗ и остроту кризиса, восстановить курсовую стоимость и способность рынка ГКО – ОФЗ к рефинансированию через рынок. Банк России выполнил обязательство, предусмотренное в Заявлении Правительства РФ и Центрального банка РФ о политике экономической и финансовой стабилизации, о том, что Банк России будет воздерживаться от интервенций на рынке ГКО.

В этих условиях (отсутствие спроса на ГКО – ОФЗ со стороны Банка России и Сбербанка, вывод средств другими участниками рынка) крах рынка ГКО – ОФЗ был неизбежен. Другие инструменты денежно – кредитной политики (см. *табл. 2.42*) либо не применялись (изменение нормативов резервных требований), либо следовали за рыночными условиями (ставки ломбардного

---

<sup>280</sup> Отдельные данные по Сберегательному банку на июль – сентябрь 1998 г. отсутствуют. Сводная информация по 30 крупнейшим банкам, включая Сберегательный банк РФ, приведена Банком России в Интернете на сайте [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru). С учетом того, что на начало 1998 г. вложения Сберегательного банка РФ в государственные ценные бумаги составляли 95.25 млрд. руб., на конец 1998 г. – 128.8 млрд. руб. (данные балансов Сберегательного банка РФ, опубликованных на сайте Банка России в Интернете), доля Сберегательного банка во вложениях 30 крупнейших российских банков в государственные ценные бумаги должна была составлять 65 - 70% и во многом определять сводную динамику данного вида активов.

кредитования), либо их изменение не могло существенно повлиять на спрос на ГКО – ОФЗ (ставка рефинансирования снижена 23 июля 1998 г. с 80 до 60%).

### ***Фактические действия ФКЦБ России***

***Момент кризиса.*** Официальная реакция ФКЦБ России на кризис августа 1998 г. свелась к публичной дискуссии с другими государственными ведомствами и к изданию нескольких нормативных актов (сентябрь 1998 г.), пересматривающих требования к величине капиталов операторов рынка в сторону понижения, а также к включению ГКО-ОФЗ в состав активов инвестиционных фондов (ГКО-ОФЗ стали рассматриваться как нежелательные активы). По имеющимся данным ФКЦБ России участвовала в управлении рынком РТС, в приостановлении торгов в августе – сентябре 1998 г., что тем не менее не смогло препятствовать быстрой ***падению стоимости акций: индекс РТС*** снизился с ***171.3*** (22.07.98) до ***149.6*** (31.07.98) и далее – до ***109.4*** (17.08.98), ***65.6*** (31.08.98) и ***41.1*** (30.09.98).<sup>281</sup> Соответственно, падала и ***ликвидность рынка: ежедневный объем торгов*** акциями в РТС сокращался, по мере вывода инвесторами денег, с ***45.6*** млн. долл. (22.07.98) до ***25.8*** млн. долл. (31.07.98), ***10.4*** млн. долл. (17.08.98), ***1.5*** млн. долл. (31.08.98), ***0.3*** млн. долл. (30.09.98).

***Основное содержание деятельности ФКЦБ России в посткризисный период.*** В наиболее сложное время (август 1998 г. – февраль 1999 г.), в период, когда резко сокращался объем активности в отрасли ценных бумаг, ***основной объем деятельности*** ФКЦБ России относился к ***внесению*** не связанных с кризисом ***изменений*** в массив нормативных актов, регулирующих рынок ценных бумаг,<sup>282</sup> ***раскрытию*** информации по эмитентам, ***конфликту*** с центральным банком – по поводу объекта регулирования, рынка ценных бумаг, который в то время практически перестал существовать. ***Антикризисное управление*** (как свидетельствует официальная информация о работе ФКЦБ России и принятых комиссией решениях) ***было подменено обычной регулятивной работой*** (лицензированием, аттестацией специалистов, утверждением документов по эмис-

<sup>281</sup> Данные РТС.

<sup>282</sup> Из 36 постановлений и распоряжений ФКЦБ, вынесенных в период с 17 августа 1998 г. по конец февраля 1999 г. по данным правовой системы «Консультант – Плюс», только 3-4 относились к минимизации негативных последствий фондового кризиса (снижение требований к минимальному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг, пересмотр структуры вложений паевых инвестиционных фондов), остальные – к текущим регулятивным вопросам (8 – порядок лицензирования, 4 – порядок раскрытия информации на рынке ценных бумаг, 3 – стандарты эмиссии, 3 – порядок обращения для регистрации ценных бумаг, саморегулируемые организации – и т.п.).

сиям и новых нормативных актов).<sup>283</sup> Кроме того, ФКЦБ России создавала *шоковые ситуации на рынке*, которые были способны углубить кризис (противодействие выпуску облигаций Банка России, призванных ослабить давление на валютный рынок, попытки закрыть рынок акций на ММВБ (одного из двух фондовых рынков России, имеющих национальное значение), лишение Банка России права лицензировать кредитные организации на право профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, публичные предложения запретить коммерческим банкам операции на рынке корпоративных ценных бумаг и т.д.). Предписанием ФКЦБ России от 13 октября 1998 г. ММВБ было запрещено проведение торгов акциями и другими ценными бумагами (кроме государственных) (постановление было отменено только 30 ноября 1998 г.). Постановлением ФКЦБ России от 30 ноября 1998 г. была приостановлена генеральная лицензия Банка России в качестве регулирующего органа на рынке ценных бумаг (в связи с нарушениями в выпуске облигаций Банка России).

**Послекризисный период.** После 1997 –1998 гг. и до конца 1999 г. не было предпринято ни одной официальной попытки (со стороны ФКЦБ России, НАУФОР) извлечь уроки из кризиса на рынке акций в 1997 – 1998 гг., подготовить *официальный доклад*, рассматривающий факторы системного риска, приведшие к кризису, поведение групп участников в момент кризиса, действия ФКЦБ России, саморегулируемых организаций и торговых систем, направленные на смягчение кризиса, разработать *рекомендации*, направленные на предупреждение или, если рыночные шоки неизбежны, смягчение будущих кризисов фондового рынка в России.<sup>284</sup> Первые попытки ФКЦБ России в том, чтобы определиться в политике развития фондового рынка, относятся только к концу 1999 – началу 2000 гг. при том, что весь этот период рынок в России восстанавливался в докризисном качестве, с огромным рыночным риском (см. анализ в *разделе 1*).

### **Отсутствие взаимодействия регуляторов фондового рынка**

Исследование действий двух основных регуляторов фондового рынка – ФКЦБ России и Банка России – показывает следующее: а) отсутствие результа-

---

<sup>283</sup> Именно в этом качестве и сама ФКЦБ России рассматривала свою антикризисную деятельность (см. годовой отчет ФКЦБ России за 1998 год, раздел «Российский рынок ценных бумаг в 1998 году», пункт 3 (отчет размещен на сайте ФКЦБ России в Интернете).



тивных действий, противостоящих нарастающему кризису, оперативных мер, способных смягчить кризисную фазу, и – в случае ФКЦБ – посткризисной политики, направленной на восстановление рынка; б) ряд решений регуляторов, наоборот, объективно мог способствовать большей остроте кризиса и затягиванию посткризисного периода; в) отсутствовала программа совместных действий регуляторов фондового рынка в «специальных» (острокризисных) ситуациях, вместо совместности – обострился конфликт интересов ФКЦБ России и Банка России; г) не были подведены итоги кризиса, не сформирована политика государства, предупреждающая будущие финансовые кризисы, дающая детальную программу совместных действий регуляторов в периоды кризисных ситуаций.

### **2.3. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России**

#### ***Динамика численности и региональная структура институтов ценных бумаг***

В 90-х годах вслед за волатильностью рынка резко колебалась численность институтов ценных бумаг. Кроме того, сформировалась сверхконцентрация финансовых активов, брокерско – дилерских компаний, коммерческих банков и других финансовых институтов в Москве. Накопленные измерения рынка дают возможность оценить степень региональной концентрации и долю тех или иных регионов и городов в деловой активности на рынке ценных бумаг.

***Сокращение численности операторов рынка ценных бумаг.*** Анализ динамики численности брокерско – дилерских компаний приведен в **табл. 2.44**. С октября 1993 г. по апрель 1997 г. численность инвестиционных институтов, основу которых составляли брокерско – дилерские компании, выросла в 4.9 раза по России. Соответственно, после кризиса августа 1998 г. число брокерских компаний резко уменьшилось (в июне 1999 г. в 3.1 раза в сравнении с апрелем 1997 г., в декабре 2000 г. – в 5.5 раза, к концу апреля 2001 г. – в 7.1 раза). В 2000 – 2001 гг., несмотря на постепенное восстановление фондового рынка в России, продолжала (по мере завершения сроков действия брокерских лицензий) со-

---

<sup>284</sup> В заказанном близким к ФКЦБ «Центром развития фондового рынка» исследовании «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала», проведенном компанией «Cadogan Financial» в октябре-ноябре 1999 г.,

кращаться численность брокеров – дилеров в стране. Процесс приостановлен лишь в 2002 г.

*Таблица 2.44\**

**Численность брокерско-дилерских компаний и банков в 1993-2001 гг.**

Показатель	1993	1995	1997	1999	2000	2001			2002
Количество брокерско - дилерских компаний*	1023 (октябрь)	3176 (апрель)	5045 (апрель)	1628 (июнь)	924 (декабрь)	822 (10 марта)	715 (апрель)	669 (декабрь)	669 (декабрь)
Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций	н/д	2295 (декабрь)	1764 (сентябрь)	1375 (октябрь)	1320 (октябрь)	1318 (март)	1316 (апрель)	1320 (октябрь)	1331 (ноябрь)

\*Данные на конец месяца (действительные лицензии на брокерскую деятельность), 1995 –1997 гг. – Минфин России (институты ценных бумаг, 98-99% которых составляли брокерские компании), 1999 – 2002 гг. – ФКЦБ России. Более подробное изложение методики подсчета показателей см. в табл. 2.45. Данные по банкам – на основе информации Банка России.

В течение 1995 –2002 гг. число универсальных коммерческих банков, которые по своей природе являются профессиональными участниками рынка ценных бумаг, уменьшилось более чем на 40%.

Всё это означает, что во многих крупных регионах и городах России либо отсутствуют профессиональные участники рынка ценных бумаг, либо их число составляет 1-2. При этом лишь небольшая группа участников рынка ориентирована на обслуживание населения, хотя у этой группы инвесторов находится основная часть денежных средств, пригодных для инвестирования в акции.

В этот период снижалась численность и других профессиональных участников рынка ценных бумаг (кроме паевых инвестиционных фондов). Например, по данным ФКЦБ России, в период 17 марта - 31 декабря 2001 г. численность депозитариев, имевших действующие лицензии, сократилась с 163 до 134, регистраторов – с 112 до 108.<sup>285</sup> По тем же данным в период 30 апреля – 31 декабря 2001 г. количество профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих дилерские лицензии, уменьшилась с 651 до 570. В области доверительного управления ценными бумагами численность лицензированных компаний сократилась за указанный период с 190 до 176. В 2002 г. численность профессиональных участников стабилизировалась.<sup>286</sup>

**Сверхконцентрация брокеров – дилеров в Москве и их отсутствие в ряде регионов.** Региональное распределение брокерско – дилерских компаний

проблемы антикризисного регулирования рынка не рассматриваются.

<sup>285</sup> Рассчитано по данным сервера раскрытия информации, ведущемуся ФКЦБ России в Интернете.

<sup>286</sup> По данным сервера раскрытия информации, ведущегося ФКЦБ России в Интернете, осталась в конце 2002 г. примерно на том же уровне, что и в конце 2001 г.

приведено в *табл. 2.45*<sup>287</sup> и в *приложении 8* и отражает ведущую роль Москвы, Санкт – Петербурга, Новосибирска, Уральского региона и нескольких других центров в формировании отечественного фондового рынка. При этом в значительном числе регионов – субъектов РФ (см. *приложение 8*) вообще нет брокеров – профессиональных участников рынка ценных бумаг (по состоянию на 10 марта 2001 г. – в 21 регионе, на 30 апреля 2001 г. – в 24 регионах). В 14 регионах (областях, республиках) существовала всего лишь 1 брокерско – дилерская компания (на 10 марта 2001 г.). В итоге в 40% областей и республик России (из 89) отсутствует брокерская сеть.

*Таблица 2.45\**

**Региональное распределение брокерско-дилерских компаний**

Экономические районы России	Количество инвестиционных институтов в экономическом районе				Города - фондовые центры региональных рынков	Количество инвестиционных институтов в городах			
	1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)		1993 (октябрь)	1995 (апрель)	1997 (апрель)	2001 (март)
Центральный	>270	>970	Около 1750	377	Москва	163	801	1378	334
Северный и Северо-Западный	>110	>450	>620	85	Санкт-Петербург	56	281	371	65
					Уральский	>150	>300	около 600	84
					Челябинск	40	86	119	13
					Пермь	33	58	94	14
Поволжский	110	290	>450	82	Саратов	25	69	87	9
					Казань	22	48	65	14
					Самара	20	47	98	15
Западно-Сибирский	>90	>265	>390	80	Новосибирск	30	91	110	22
Северо-Кавказский	>90	>220	>330	36	Краснодар	33	51	74	6
					Ростов-на-Дону	22	74	117	4
Волго-Вятский	>50	130	>200	23	Н. Новгород	33	48	121	5
Дальневосточный	>50	>120	около 200	22	Владивосток	21	40	76	8
					Хабаровск	12	26	36	4
Центрально-Черноземный	37	около 90	около 150	14	Воронеж	21	39	63	1
Восточно-Сибирский	>20	>80	>150	18	Красноярск	13	28	60	6
Прибалтийский	20	>30	около 40	1	Калининград	19	30	37	1
Итого	≈1020	≈3000*	≈4880*	822	Итого по крупнейшим городам	600	1918	3087	540

\*Регионы выделены в соответствии с экономико – географической классификацией, использовавшейся в государственной отчетности до выделения федеральных округов. Перечень областей и других субъектов РФ, входящих в конкретные регионы, приведен в приложении 8. Данные за 1993 - 1995 гг. получены расчетным путем на основании реестров инвестиционных институтов Минфина РФ. Расчеты дают численность инвестиционных институтов в апреле 1995 г. – 3176 (погрешность – 5.5%), в апреле 1995 г. – 5045 (погрешность – 3.2%), что не отражается существенно на полученном региональном распределении. Подавляющая часть инвестиционных институтов (98-99%) были брокерско – дилерскими компаниями (см. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С.15). Данные за 1997 – 2001 гг. – по реестру ФКЦБ России на выданные и действительные брокерские лицензии (расчеты по данным ФКЦБ России). Из расчета исключены коммерческие банки, имеющие брокерские лицензии, выданные ФКЦБ России. Расчеты за 1993 г. сделаны в кн. Я.М. Миркина «Ценные бумаги и фондовый рынок» (С. 21-22). Расчеты за 1995 – 1999 гг. см.: Mirkin Yakov M. Importance of the European Capital Market for Russia, включенной в кн. «Handbuch Europäischer Kapitalmarkt» (Wiesbaden: Gabler. – 2001. – S. 469-486). Расчеты за 2001 г. - в приложении 8.

<sup>287</sup> Автором (руководитель коллектива) и Андриановой Л.Н., Кучинской А.Г. были выпущены в 1996 –97 гг. справочники «Институты рынка ценных бумаг в России», на данных которых основаны приведенные расчеты. См. Институты рынка ценных бумаг в России. – М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. – 340 с.

**Табл. 2.46** демонстрирует, с одной стороны, устойчивую региональную структуру фондового рынка, отражающую сравнительную значимость экономик регионов (на первом месте – Центральный (Москва), далее Северный и Северо – Западный (Санкт – Петербург), Уральский, Поволжский, Западно - Сибирский и Северо – Кавказский), с другой – нарастающую с начала 90-х годов **сверхконцентрацию участников фондового рынка в Москве.**

**Таблица 2.46\***

**Региональное распределение коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний, %**

Экономические районы России	Универсальные коммерческие банки		Региональное распределение профессиональных участников рынка ценных бумаг, не являющихся кредитными организациями				
	1999 сентябрь	2001 март	1993 октябрь	1995 апрель	1997 апрель	1999 октябрь	2001 март
Центральный, в т.ч. Москва	52.2	52.2	26.7	33.3	36.2	46.0	45.9
Северный и Северо-Западный, в т.ч. Санкт-Петербург	5.9	5.8	11.2	15.4	12.8	11.3	10.3
Уральский	7.2	7.3	14.8	10.3	12.4	9.5	10.2
Поволжский	6.8	6.8	10.9	9.9	9.3	8.8	10.0
Западно-Сибирский	6.9	6.3	9.2	9.0	8.0	8.4	9.7
Северо- Кавказский	10.3	10.2	9.0	7.5	6.8	4.0	4.4
Волго-Вятский	2.9	2.7	5.1	4.5	4.1	3.8	2.8
Дальневосточный	3.5	3.4	5.2	4.1	4.1	2.5	2.7
Центрально-Черноземный	1.5	1.2	3.8	3.1	3.1	2.5	1.7
Восточно-Сибирский	2.8	3.1	2.1	2.9	3.2	3.2	2.2
Прибалтийский	н.д.	1.0	2.0	н.д.	н.д.	н.д.	0.1
Итого	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

\*В части брокерско – дилерских компаний таблица основана на данных и методике расчетов табл. 1.32. В части коммерческих банков использованы данные Банка России о численности и региональном распределении кредитных организаций, опубликованные в Интернете.

Еще в октябре 1994 г. банки Москвы составляли 32% от их общей численности по стране.<sup>288</sup> В марте 2001 г. этот показатель составил уже 44.6%. Доля брокерских компаний, находящихся в Москве, повысилась с 16% в октябре 1993 г. до 40.6% в марте 2001 г. Устойчиво высокой остается доля Санкт – Петербурга в численности брокеров (8-10%) при снижении доли города в численности банков с 8% в октябре 1994 г.<sup>289</sup> до 3 – 3.2% в 1999 – 2001 гг.

**Сверхконцентрация в Москве других профессиональных участников фондового рынка.** Региональное распределение иных, чем брокеры, профессиональных участников рынка ценных бумаг на конец апреля 2001 г. отражено в **табл. 2.47.** Московский рынок, как следует из **табл. 2.47,** устойчиво доминирует по всем видам профессиональных участников рынка

<sup>288</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок – С. 24.

<sup>289</sup> Там же. С. 24.

ценных бумаг, за исключением регистраторов, местонахождение которых приближено к крупным предприятиям и поэтому является более распыленным. **Рыночная ниша Москвы** по дилерам – более 40% профессиональных участников, зарегистрированных в России, по доверительным управляющим – более 55%, по управляющим компаниям ПИФов – около 75%, по депозитариям – около 60%, по клиринговым организациям – около 60%. Как и по другим категориям операторов рынка, **доля Санкт – Петербурга** устойчиво составляет 3-8%, формируя второй по значению финансовый рынок в стране.

Таблица 2.47\*

**Региональное распределение профессиональных участников рынка ценных бумаг (кроме имеющих брокерскую лицензию)**

	Дилерская деятельность	Доверительное управление ценными бумагами	Управляющие компании	Депозитарии (март 2001)	Регистраторы (март 2001)	Клиринговые организации
Всего, из них	651	190	31	163	112	7
<b>Москва</b>						
-число организаций	268	106	23	97	21	4
-% к численности по стране	41.2	55.8	74.2	59.5	18.9	57.1
<b>Санкт – Петербург</b>						
-число организаций	53	14	1	14	4	2
-% к численности по стране	8.1	7.4	3.2	8.6	3.6	28.6
<b>Екатеринбург</b>						
-число организаций	18	5	-	7	4	-
-% к численности по стране	2.8	2.6	-	4.3	3.6	-
<b>Новосибирск</b>						
-число организаций	17	6	2	6	3	1
-% к численности по стране	2.6	3.2	6.4	3.7	2.7	14.3

\*Расчеты по данным ФКЦБ России, опубликованным в Интернете по состоянию на 17 марта 2001 г. (депозитарии, регистраторы), 30 апреля 2001 г. (дилеры, доверительное управление ценными бумагами, управляющие компании, клиринговые организации).

**Высокие концентрации в Москве институциональных инвесторов** (инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний). Хотя отрасль чековых инвестиционных фондов к концу 90-х годов перестала существовать, ее региональная структура точно отражала роль московского рынка, концентрацию на нем денежных ресурсов и других финансовых активов (см. **табл. 2.48**). Доля Москвы устойчиво повышалась в 90-е годы с примерно 20 до 25% в общей численности чековых инвестиционных фондов.

Подробный анализ распределения других категорий институциональных инвесторов по регионам России см. в **приложении 8**. Выборка по Москве, Санкт – Петербургу, Екатеринбург и Новосибирску приведена в **табл. 2.49**.

Она дает возможность оценить степень концентрации институциональных инвесторов в Москве. Так, особенно высока доля паевых инвестиционных фондов (80% от их общей численности), общих фондов банковского управления (более 55%) и негосударственных пенсионных фондов – более 40%. Доля Москвы на страховом рынке – около 30% численности страховых компаний по стране.

Таблица 2.48\*

**Региональное распределение чековых инвестиционных фондов в период их существования в 1993-1999 гг.**

Региональное распределение	Чековые инвестиционные фонды			
	1993 октябрь	1995 октябрь	1996 октябрь	Окончательный список ФКЦБ России)
Всего по России инвестиционных фондов, из них	≈ 570	≈ 660	≈ 600	755
<u>Москва</u>				
-число организаций	116	147	139	188
-% к численности по стране	20.4	22.3	23.2	24.9
<u>Санкт – Петербург</u>				
-число организаций	33	47	49	58
-% к численности по стране	5.8	7.1	8.2	7.7
<u>Екатеринбург</u>				
-число организаций	17	23	24	24
-% к численности по стране	3.0	3.5	4.0	3.2
<u>Новосибирск</u>				
-число организаций	7	7	9	4
-% к численности по стране	1.2	1.1	1.5	0.5

\*Автором (руководитель коллектива) и Андриановой Л.Н., Кучинской А.Г. были выпущены в 1996–97 гг. справочники по участникам и инфраструктуре российского рынка ценных бумаг. На данных, опубликованных в этих справочниках, основаны расчеты в таблице за 1993 – 1996 гг. См. кн. «Институты рынка ценных бумаг в России» (М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. – 340 с.). Расчеты в последней графе основаны на окончательном списке инвестиционных фондов приватизации (с указанием принятых акционерами решений), который был опубликован в 1999 г. на сайте ФКЦБ России в Интернете с указанием судьбы чековых фондов (реорганизация, банкротство, отказ от инвестиционной деятельности, получение иной лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, передача материалов для криминального преследования и т.д.). На этом отрасль чековых инвестиционных фондов де-факто прекратила существование.

Таблица 2.49\*

**Региональное распределение институциональных инвесторов**

	Паевые инвестиционные фонды (апрель 2001)	Страховые компании (декабрь 2000)	Негосударственные пенсионные фонды (сентябрь 2000)	Общие фонды банковского управления (апрель 2001)
Всего, из них	50	1271	227	144
<u>Москва</u>				
-число организаций	40	365	96	80
-% к численности по стране	80.0	28.7	42.3	55.6
<u>Санкт – Петербург</u>				
-число организаций	4	78	14	12
-% к численности по стране	8.0	6.1	6.2	8.3
<u>Екатеринбург</u>				
-число организаций	-	38	3-4	15
-% к численности по стране	-	3.0	1.3-1.8	10.4
<u>Новосибирск</u>				
-число организаций	3	24	1	0
-% к численности по стране	6.0	1.9	0.4	0

\*Паевые инвестиционные фонды – расчеты по данным ФКЦБ России, опубликованным на сайте в Интернете по состоянию на 30 апреля 2001 г. Местонахождение ПИФов определялось в соответствии с местонахождением управляющей компании. Расчеты по страховым компаниям (данные на 1 января 2001 г.) и по негосударственным пенсионным фондам (данные на 1 октября 2000 г.), по общим фондам банковского управления (данные на 6 апреля 2001 г.) проведены на основе приложения 8.

**Фондовые биржи и внебиржевые торговые системы: региональное распределение.** К середине 1993 г. в России официально было признано более 60 фондовых и товарно-фондовых бирж, фондовых отделов товарных бирж. В течение последующих лет, до перерегистрации бирж, осуществленной ФКЦБ России, их количество увеличивалось (см. **табл. 2.50**). В Москве была сосредоточена примерно 1/4 фондовых бирж, в том числе наиболее крупные, включая ММВБ. Российские биржи по численности составляли более 40% их мирового количества в начале 90-х годов (около 150). Для сравнения - по 7 фондовых бирж имели США и Франция, в Германии и Японии - по 8, в Великобритании - 6, в Италии - 10. Выделялась лишь Индия - единственная страна в мире, где функционировало 19 фондовых бирж (рынок с высокой степенью фрагментарности).<sup>290</sup>

**Таблица 2.50\***

**Региональное распределение организаторов биржевой торговли ценными бумагами**

Экономические районы России	Количество фондовых бирж и фондовых отделов бирж в экономическом районе				Города - фондовые центры региональных рынков	Количество фондовых бирж и фондовых отделов бирж в городе			
	1994 (окт.)	1996 (окт.)	1999 апрель	2001 март		1994 (окт.)	1996 (окт.)	1999 апрель	2001 март
Центральный	16	16	4	3	Москва	13	13	4	4*
Северный	8	8	2	2	Санкт-Петербург	3	4	2	2
Поволжский	11	13	2	1	Саратов	3	3	1	-
					Самара	3	4	-	-
					Казань	1	1	1	1
					Волгоград	3	2	-	-
Северо-Кавказский	8	7	-	1	Ростов-на-Дону	3	3	-	1
					Краснодар	1	1	-	-
Уральский	8	10	3	3	Екатеринбург	3	4	2	2
					Челябинск	2	2	1	1
Волго-Вятский	5	7	-	-	Н. Новгород	3	4	-	-
Западно-Сибирский	3	4	2	2	Новосибирск	2	2	2	2
Дальневосточный	3	5	1	-	Владивосток	1	3	1	-
Центрально-Черноземный	2	2	-	-	Воронеж	1	1	-	-
Восточно-Сибирский	1	2	-	-	Красноярск	1	2	-	-
Итого	65	74	14	12	Итого	43	49	14	13

\*Данные за 1994 и 1996 гг. получены расчетным путем на основании реестров инвестиционных институтов Минфина РФ и реестров профессиональных участников рынка ценных бумаг ФКЦБ России, опубликованы в кн. «Институты рынка ценных бумаг в России» (выпущена автором совместно с творческим коллективом). Расчеты за 1999 – 2001 гг. основаны на данных ФКЦБ России. Данные по Москве за март 2001 г. включают ММВБ, РТС, МФБ и одну внебиржевую торговую систему.

Из **табл. 2.50** очевидно, что процесс консолидации биржевых структур в России не закончен, их число, достигнув более 70 в октябре 1996 г., сократилось до 14 в апреле 1999 г. и 12 в декабре 2001 г. (в декабре 2002 г. приостановлена лицензия еще одной биржи – Екатеринбургской фондовой биржи). Биржи продолжают уходить с рынка (ММФБ в Москве, Саратовская, Владивостокская и Южно-Уральская фондовые биржи). Более подробный анализ изменений,

<sup>290</sup> Там же. С. 23.



происходивших с организаторами торговли (в разрезе отдельных бирж), проведен в *табл. 2.51*.

*Табл. 2.51* указывает на те же места концентрации фондового рынка – Москву (три фондовых биржи и один внебиржевой организатор торговли), Санкт - Петербург (две фондовых биржи), Екатеринбург (две фондовых биржи), Новосибирск (две фондовых биржи). Биржи разделены на четыре неравнозначных сегмента: *а)* ММВБ и шесть региональных валютных бирж (из них две работают как пункты технического доступа), действующие как единый фондовый рынок (более 80% объема торгов по акциям, около 100% - по облигациям); *б)* РТС (10-11% рынка акций), *в)* МФБ (рыночная ниша в 2000 г. - 1-3%, в 2001 - 2002 гг. сократилась до 0.7 – 0.8%); *г)* 5 региональных фондовых бирж (по оценке, 4-5% рынка акций).<sup>291</sup>

*Таблица 2.51\**

**Организаторы торговли ценными бумагами**

Наличие лицензии на организацию торговли ценными бумагами							
Система (ассоциация) валютных бирж	1999 апрель	2001 март	2001 декабрь	Организаторы торговли	1999 апрель	2001 март	2001 декабрь
<b>Центральный экономический район, Москва</b>							
ММВБ	+	+	+	РТС	+	+	+
				МФБ	+	+	+
				Корпоративная финансово – инвестиционная компания (внебиржевой организатор торговли)	-	+	+
				Московская международная фондовая биржа	+	-	-
<b>Северный и Северо – Западный район, Санкт - Петербург</b>							
Санкт – Петербургская валютная биржа	+	+	+	Фондовая биржа “Санкт – Петербург”	+	+	+
<b>Уральский район</b>							
Уральская региональная валютная биржа (Екатеринбург)	+	+	+	Екатеринбургская фондовая биржа	+	+	+
				Южно – Уральская фондовая биржа (Челябинск) (лицензия отозвана в ноябре 2001)	+	+	-
<b>Поволжский район</b>							
				Казанский совет фондовой торговли	+	+	+
				Саратовская фондовая биржа	+	-	-
<b>Северо – Кавказский район</b>							
Ростовская валютно – фондовая биржа	-	+	+				
<b>Западно – Сибирский район</b>							
Сибирская межбанковская валютная биржа (Новосибирск)	+	+	+	Сибирская фондовая биржа (Новосибирск)	+	+	+
<b>Дальневосточный район</b>							
				Владивостокская фондовая биржа	+	-	-

<sup>291</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, 2002. – С.188.

Лицензированные фондовые биржи отсутствуют в Центрально – Черноземном, Прибалтийском, Восточно – Сибирском, Волго – Вятском, Дальневосточном экономических районах. Вместе с тем в Волго – Вятском районе в качестве пункта доступа ММВБ работает Нижегородская валютно – фондовая биржа, в Дальневосточном районе – Азиатско – Тихоокеанская межбанковская валютная биржа, в Поволжском районе – Самарская валютная межбанковская биржа.

\*Таблица составлена на основе данных сервера раскрытия информации, ведущегося ФКЦБ России.

У этой региональной структуры нет перспектив, она слишком (в отличие от брокеров - дилеров и институциональных инвесторов) деконцентрирована, множественна при крайне незначительном объеме российского фондового рынка в целом. Учитывая международную практику, скорее всего, Россию ждет укрупнение биржевых организаторов торговли наряду с появлением множественных альтернативных торговых систем, специализированных по видам инвесторов и сегментам рынка.

**Концентрация в Москве сделок и финансовых активов.** Проводя исследование региональных концентраций рынков, необходимо иметь в виду, что объединение рынков, создание центральных финансовых площадок (например, «Финансовая площадка Германия» на базе Франкфурта) является одной из тенденций современной практики организации торговли ценными бумагами. Однако все рынки, в которых сделки технически закреплены за одной «точкой на карте», являются на самом деле регионально распределенными вычислительными сетями (Франкфурт, Лондон, Париж и т.д.). Точно так же в России ММВБ действует в составе единого рынка с шестью региональными валютными биржами, получая от них в отдельные периоды времени и по отдельным бумагам, по оценке, до 15 – 20% потока ордеров. РТС существует в виде регионально распределенной вычислительной сети. Кроме того, в портфеле московских брокеров часть заявок формируется региональными клиентами.

Соответственно, техническое сосредоточение у столичных организаторов торговли потоков региональных заявок (для ведения по ним аукциона и совершения сделок) не может рассматриваться как излишняя концентрация рынка. Вместе с тем, если основная часть заявок имеет московское происхождение и базируется на сосредоточенных в столице денежных ресурсах и финансовых активах, если региональные заявки обслуживают оборот акций нескольких компаний или, как это было до августа 1998 г., ценных бумаг федерального правительства, то очень высокая доля московского рынка будет указывать на то, что движение средств из регионов в столицу не компенсируется обратным потоком инвестиций в регионы.

С учетом сделанных оговорок, концентрация сделок на московском рынке характеризуется следующим. В части **торговых систем** – в апреле 2001 г. объем сделок с акциями, зарегистрированных московскими организаторами торговли (ММВБ + РТС + МФБ) составил 2152.7 млн. долл., петербургскими рынками (Фондовая биржа «Санкт – Петербург» и Санкт-Петербургская валютная биржа) – 5 млн. долл., Екатеринбургской валютной биржей – 0.7 млн. долл., т.е. торговая активность по акциям в Москве занимала нишу в

99.74% объема рынка, в Санкт-Петербурге – 0.23%.<sup>292</sup> Торговая активность на долговом рынке имеет схожую региональную структуру. По оценке, около 100% сделок по корпоративным облигациям на организованном рынке, 100% оборотов по ГКО – ОФЗ и более 90% вексельных операций совершается в Москве (2001 г.).

В части *первичных размещений*, по оценке, стоимостная величина выпусков ценных бумаг, зарегистрированных в Москве в 90-е годы, составляет примерно 50% всех эмиссий, прошедших регистрацию через ФКЦБ России, а до ФКЦБ – в Минфине России.

В части *брокеров – дилеров* - численность московских брокеров-дилеров, в том числе банков, составляет 40-45% от российской. Однако на их операции стабильно, из года в год, приходится более 90% оборота внутреннего рынка акций (на примере РТС - см. *табл. 2.52*). При этом, на долю Санкт – Петербурга приходится 3-5% оборота по сделкам, а численность брокеров и других профессиональных участников рынка ценных бумаг, как правило, не превышает 7-8% от их численности по стране (за исключением банков). Как и по другим категориям операторов рынка, *доля Санкт – Петербурга* устойчиво составляет 3-8%, формируя второй по значению финансовый рынок в стране.

Схожая картина – на *ММВБ*, являющейся с позиций структуры рынка более диверсифицированной, чем РТС. В декабре 2000 г. доля московских брокеров – дилеров в оборотах 50 ведущих операторов рынка акций (более 90% емкости рынка) составляла на ММВБ 87.1%.

*Таблица 2.52\**

*Участие брокеров-дилеров, находящихся в различных регионах, в формировании объема сделок по акциям*

Региональная принадлежность компаний	Доля брокеров-дилеров, находящихся в различных регионах, в объеме сделок с акциями, %*				
	ММВБ	РТС			
	2000 декабрь	1998 январь	1998 август	1999 октябрь	2000 год
Москва	87.1	96.64	97.71	93.3	93.5
Санкт- Петербург	1.9	2.35	1.11	5.6	3.2
Урал	0.3	0.28	0.33	0.66	0.8
Сибирь	8.2	0.53	0.4	0.4	2.3
Поволжье	2.5	0.2	0.45	0.04	0.1
Дальний Восток	-	-	-	-	0.1
Итого	100	100	100	100	100

\*Рассчитано по данным ММВБ (50 ведущих операторов рынка, формирующих более 90% рынка) и РТС.

<sup>292</sup> Рассчитано по данным системы раскрытия информации РТС «СКРИН» ([www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)).

Такая **концентрация рынков в Москве** не случайна. Она отражает сверхконцентрацию денежных ресурсов и финансовых активов в Москве, ее роль в качестве торгового и финансового центра, через который перераспределяются денежные ресурсы в стране. Макроэкономическая роль Москвы в производстве, ее доля в численности населения России существенно меньше в сравнении с долей города в оказании платных услуг, в торговом обороте, в финансовых результатах, в платежах в бюджет (см. *табл. 2.53*). Чем в большей мере показатели характеризуют сферу перераспределения товарных и денежных ресурсов, тем бóльшую роль в их формировании играет фактор Москвы (см. *табл. 2.53*).

**Таблица 2.53\***

**Характеристика макроэкономической роли Москвы, %  
(Россия = 100)**

	Доля в общей численности населения, 1998	Доля в промышленном производстве, 2000	Доля в численности предприятий, 2000 ноябрь	Доля в объеме розничного товарооборота, 2000	Доля в объеме платных услуг населению, 2000	Сальдо прибылей и убытков по крупным и средним предприятиям, 2000, янв. - ноябрь	Поступление налогов и сборов в бюджетную систему РФ, 2000, янв. – нояб.
Москва	5.8	4.8	22.6	30.3	29.9	17.9	24.5
Санкт - Петербург	н/д	2.7	6.5	3.7	5.1	2.4	3.7

\*Рассчитано по данным сборников Российского статистического агентства «Социально – экономическое положение России» (январь – август 1999 г., январь - март 2001 г.).

В еще большей мере эта тенденция проявляется на финансовом рынке. Доля Москвы в активах кредитных организаций по стране в целом (данные на начало 2001 г.) – 82.8%.<sup>293</sup> Анализ данных (на примере остатков корреспондентских счетов кредитных организаций в Банке России) показывает (см. *табл. 2.54*), что в Москве устойчиво сосредоточено не менее 45 – 50% рублевых денежных ресурсов страны (с повышением степени концентрации в 2000-2001 гг.).

**Таблица 2.54\***

**Доля московских кредитных организаций в остатках средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России, %**

1997 декабрь	1998 декабрь	1999 декабрь	2000 июль	2001 16 мая	2001 29 декабря
46.9	46.8	50.7	59.8	55.35*	60.25*

\*Рассчитано по информации Банка России. Данные на 16 мая и 29 декабря 2001 г. приведены по Московскому региону в целом.

<sup>293</sup> Рассчитано по данным Банка России о региональном распределении активов кредитных организаций, опубликованных на сайте Банка России в Интернете [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru).

***Выводы из анализа динамики численности и регионального распределения институтов и рынков ценных бумаг*** - в следующем:

-численность операторов и инфраструктурных организаций фондового рынка продолжает сокращаться (2001 г.); эта тенденция была приостановлена лишь в 2002 г.;

-с позиций региональной структуры рынка отрасль ценных бумаг, как и финансовый сектор России в целом, обладает слабой способностью к привлечению денежных средств в регионах и направлению в них инвестиций;

-регионы имеют слабую финансовую инфраструктуру; денежные ресурсы, финансовые активы, финансовые посредники и рынки излишне концентрированы в Москве;

-тенденция к дальнейшей концентрации рынков в столице, возникшая до кризиса августа 1998 г., продолжается и в послекризисный период, рыночная ниша Москвы на финансовых рынках продолжает увеличиваться;

-кроме Москвы, еще несколько городов могут стать будущими финансовыми центрами, в частности, Санкт – Петербург (3-8% рынка), Екатеринбург и Новосибирск, один из городов Поволжья (Самара, Нижний Новгород или Казань), может быть, Ростов-на-Дону;

-необходима региональная политика государства и саморегулируемых организаций, направленную на восстановление финансовой инфраструктуры регионов, на расширение их рыночной ниши, на усиление их способности аккумулировать денежные ресурсы и направлять их на цели инвестиций;

-неизбежны поглощения или уход с рынка мелких региональных бирж, укрупнение и консолидация организаторов торговли (наряду с их развитием в качестве регионально распределенных вычислительных сетей, созданием альтернативных торговых систем (будет рассмотрено ниже).

***Проблемы брокеров - дилеров***

***Недостаточная операционная способность и низкая капитализация операторов рынка ценных бумаг.*** Большинство брокерско – дилерских компаний и банков являются, как правило, мелкими финансовыми институтами, не обладающими достаточной капитальной базой для ведения андеррайтинга и поддержания значительных клиентских операций на рынке акций. У них очень

высока доля проблемных активов (до 40-50%), они в массе своей убыточны, не обладают достаточной операционной способностью. По оценке, не менее 50% брокеров-дилеров являются дочерними компаниями промышленных предприятий и банков, что увеличивает их риски.<sup>294</sup>

Финансовое положение их продолжает оставаться сложным (см. *табл. 2.55*). Если до кризиса августа 1998 г. примерно у 18% брокеров-дилеров собственный капитал, вложенный в ликвидные активы, не превышал 0.5 млн. долл., то в октябре 1999 г. доля таких участников фондового рынка составила 48.5%, в октябре 2000 г. – 49.6% (в марте 2001 г. ситуация несколько улучшилась, указанный показатель составил 45.3% участников рынка). При этом большая часть операторов рынка, имеющая ликвидный чистый капитал более 2 млн. долл., это банки. Слияние и реструктурирование брокерских компаний, их финансовое оздоровление после кризиса августа 1998 г. не были проведены.

Соответственно, существенные риски рынка и значительный спад торговой активности после 1997 – 1998 гг. при том, что брокеры – дилеры находятся в тяжелом финансовом состоянии, приводят к постоянному замещению на рынке одних брокеров – дилеров другими, к тому, что брокерские компании уходят с рынка, переключаясь на другие виды бизнеса, и вновь возвращаются на него при признаках оживления конъюнктуры.

*Таблица 2.55\**

***Распределение брокерско-дилерских компаний по размерам собственного капитала, вложенного в ликвидные активы***

Доля компаний, имеющих чистый капитал, размещенный в ликвидных активах, в общем числе членов РТС, участвующих в торгах, %*					
Всего компаний	в том числе капитал				
	Отрицат.ельный	До 200 тыс. долл.	200- 500 тыс. долл.	500 тыс. - 1 млн. долл.	1 -2 млн. долл.
100	н/д	3.7	<u>июль 1998 (до кризиса)</u> 14.5	10.0	22.8
100	н/д	13.5	<u>октябрь 1998</u> 23.6	15.7	4.5
100	н/д	22.7	<u>октябрь 1999</u> 25.8	8.2	5.2
100	7.2	22.3	<u>октябрь 2000</u> 20.1	3.6	8.6
100	5.6	17.5	<u>март 2001</u> 22.2	7.9	6.3

<sup>294</sup> В приложении 2 сделана попытка оценить, являются ли брокерские компании дочерними. Дочерние компании банков и нефинансовых предприятий выделялись “по названию”, например, ООО “ГУТА – Инвест” (Гута – банк), “Инвестиционная компания АО “МПО им. И.Румянцева”, “Газпроминвестхолдинг” и др. Даже этот, очень ограниченный метод расчета дает результат, заключающийся в том, что не менее 10% брокеров – дилеров являются аффилированными лицами предприятий реального сектора и кредитных организаций.

\* По данным РТС. Рассчитывается как разница между ликвидными активами и краткосрочной задолженностью по компаниям, данные о ликвидном чистом капитале которых публикуются РТС.

Так, из более чем 450 брокеров, совершивших сделки с акциями в Российской торговой системе в 1997 г., на рынке РТС в первом квартале 2001 г. осталось только 86 брокеров, которые работали на рынке еще в 1997 г. (см. *приложение 9*). За три года количество брокеров, совершивших сделки в РТС, сократилось с 450 до 133 в первом квартале 2001 г., т.е. более чем на 70%, при этом состав брокеров, работавших на рынке, обновился на 1/3 (86 «старых» и 47 «новых» брокеров из 133 компаний, совершивших сделки в РТС в первом квартале 2001 г.).

Неустойчивость состава профессиональных участников на рынке ценных бумаг в период после августа 1998 г. характеризуют данные *табл. 2.56* (рассчитана на *основе приложения 9*).

*Таблица 2.56*

*Неустойчивость состава брокерско-дилерских компаний*

Динамика численности брокеров, совершивших сделки в РТС в 1999 – 1 кв. 2001 г.						
Численность в 1999 г.	Выход с рынка в 2000 г.	Вход на рынок в 2000 г.	Численность в 2000 г.	Выход с рынка в 1 квартале 2001 г.	Вход на рынок в 1 квартале 2001 г.	Численность в 1 квартале 2001 г.
139	18	34	155	30	7	132

Данные *табл. 2.56* показывают, что ежегодно 25-40% брокеров входит на рынок акций и покидает его (брокеры прекращают операции или выходят из состава профессиональных участников рынка ценных бумаг).

Таким образом, существует высокая волатильность не только в динамике курсов ценных бумаг, но и в составе брокеров – дилеров, работающих на рынке. Как следствие, в силу неустойчивости работы большинство из них не могут превратиться в полносервисные финансовые институты, оказывающие не только брокерские услуги, но и ведущие клиентский бизнес в области корпоративного финансирования, андеррайтинга, финансового консультирования, доверительного управления, имеющие устойчивую клиентскую базу.

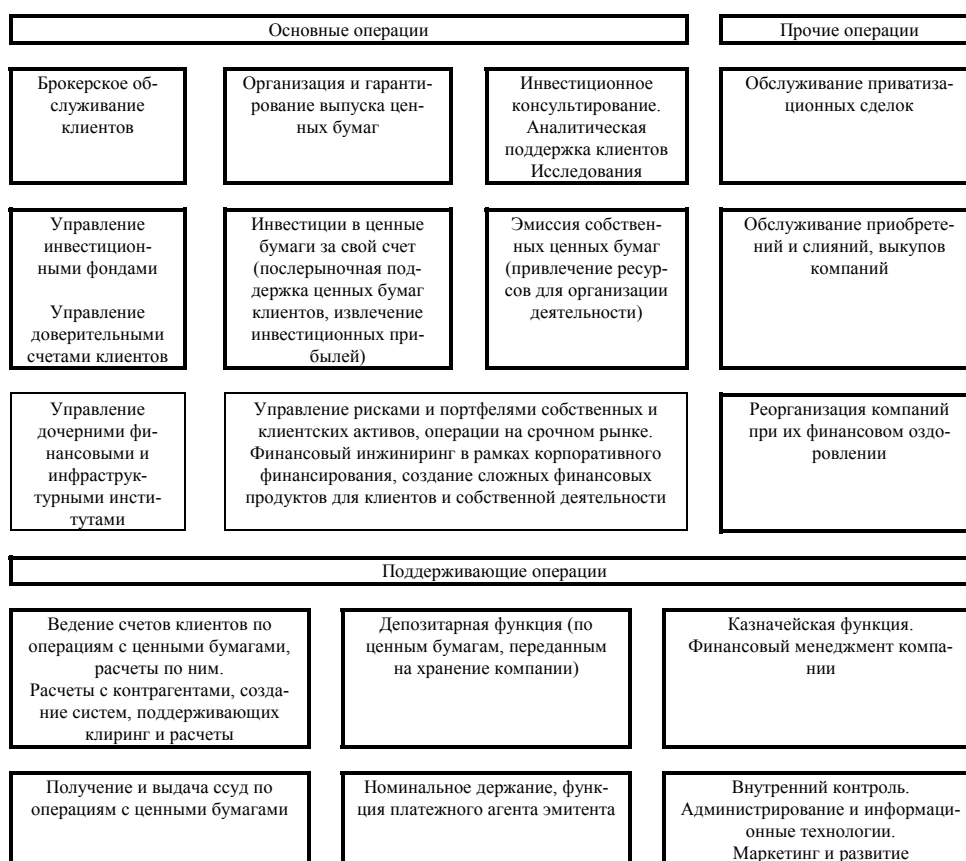
*Ограниченный состав услуг и отсутствие инвестиционных банков.* В международной практике общепризнанной является концепция инвестиционного банка как брокерско – дилерской компании, выполняющей весь спектр возможных услуг для клиентов на рынке ценных бумаг. Операционная структура такого брокера – дилера показана на *рис. 7*.



Большинство этих операций выполняются российскими брокерскими компаниями не в качестве постоянного клиентского бизнеса, а на разовой основе. Преобладают брокерское обслуживание и спекулятивный трейдинг. Основная функция брокерских компаний – быть одним из финансовых институтов, перераспределяющих денежные ресурсы в хозяйстве на цели инвестиций (прежде всего, долгосрочных, в реальный сектор), – пока не выполняется.

Проблема российского рынка ценных бумаг в том, что существует, по оценке, только несколько брокеров – дилеров, масштабы и структура деятельности которых (прежде всего, на первичном рынке ценных бумаг, в корпоративном финансировании и обслуживании мелких клиентов) позволяют говорить о них как о формирующихся инвестиционных банках (в том виде, как это представлено на приведенной схеме).

*Рисунок 7*



По экспертной оценке, типичная (для российского рынка) брокерская компания имеет следующие характеристики:

а) это очень мелкий финансовый институт, имеющий незначительный собственный капитал (до 0.5 – 1 млн. долл.);

б) часто существует в финансово – торговой или промышленной группе, выполняя для нее ряд функций по управлению денежными потоками;

в) не имеет развитой клиентской базы (обычным является управление денежными средствами материнской компании, число клиентов незначительно);

г) преимущественно развит трейдинг, спекулятивная функция, операции, связанные с корпоративным финансированием, выполняются чаще всего для узкой группы доверенных клиентов, спектр клиентских услуг ограничен;

д) зачастую брокеры – дилеры могут быть искусственно убыточны, не рассматриваются материнской компанией и ее учредителями в качестве отдельного коммерческого проекта, максимизация прибыли происходит в рамках всей финансово–торговой или промышленной группы. Поскольку бизнес не диверсифицирован, то комиссионные за брокерские операции не в состоянии генерировать денежные потоки и прибыли, достаточные для развития компании;

е) значительная часть оборота проходит по оффшорным счетам, что связано как с порядком организации рынка и расчетов в РТС, так и с экономическими интересами собственников компании;

ж) структура бизнеса наиболее крупных брокеров – дилеров ориентирована на обслуживание иностранных инвесторов. Ограничены возможности обслуживания массовой розничной клиентуры. Существуют всего 58 паевых инвестиционных фондов (декабрь 2001 г.).<sup>295</sup> Несколько десятков брокерских компаний ввели, начиная с 1999 г., системы интернет – доступа на ММВБ, через которые денежные средства направляются, как правило, на спекулятивную игру с акциями РАО ЕЭС. Банками и брокерами создано несколько десятков клиентских залов и фондовых центров в качестве пунктов доступа розничных инвесторов.

Оценить размеры брокеров – дилеров, их способность предоставлять клиентские услуги и – косвенно – объем финансовой деятельности, можно по показателю численности персонала (см. *табл. 2.57*).

*Таблица 2.57\**

<sup>295</sup> Данные сервера раскрытия информации ФКЦБ России.

### Распределение брокерско-дилерских компаний по численности персонала

Количество компаний	Численность персонала брокерско – дилерских компаний (3 квартал 2000 г.), кол-во человек						
	4 - 10	>10 - 20	>20 - 30	> 30 - 40	> 40 – 50	> 50 - 70	> 70 - 200
	12	27	14	10	9	6	6

\*Расчитано по 84 небанковским брокерско – дилерским компаниям, совершившим сделки в РТС в первом квартале 2001 г. (охватывает 95-97% участников рынка – небанковских организаций, совершивших сделки в этот период). Расчеты проведены на основании данных системы раскрытия информации РТС «Скрин» (www. skrin.ru). Использованы данные за третий квартал 2000 г. (последние данные о прибылях и оборотах юрлиц - дилеров, раскрытые по состоянию на начало мая 2001 г.).

Из указанной таблицы следует, что более 60% брокерских компаний имеет численность персонала менее 30 человек, более 85% - менее 50 человек. Эти данные еще раз подтверждают тот факт, что сеть полносервисных брокерских компаний (инвестиционных банков) в России еще не сложилась, что в стране действуют небольшие, «одноофисные», как их называют в международной практике, брокерско-дилерские компании, являющиеся очень небольшими финансовыми институтами, обладающими ограниченной операционной способностью.

Одна из ключевых проблем брокеров - дилеров - их тяжелое финансовое состояние (незначительные капиталы, проблемные активы, высокие обороты при искусственно низкой прибыльности, недиверсифицированность бизнеса и доходов, низкая ликвидность, проявляющаяся при каждом рыночном шоке). Это подтверждают данные *табл. 2.58*.

Таблица 2.58\*

### Распределение брокеров – дилеров по величине прибылей - убытков

Количество компаний	Размер прибыли (+), убытка (-) в деятельности небанковских брокерско – дилерских компаний за 3 квартал 2000 г.				
	< - 100 тыс. долл США	От -100 до -10 тыс. долл США	<-10 до 0 тыс. долл США	>0 до 3 тыс. долл США	>3 до 10 тыс. долл США
	4	5	13	18	9
Количество компаний	>10 до 40 тыс. долл США	>40 до 100 тыс. долл США	>100 до 500 тыс. долл США	>100 тыс. долл США до 1 млн. долл.	> 1 до 4 млн. долл.
	15	9	7	1	3

\* Расчеты проведены на основе источников данных, аналогичных указанным в табл. 2.56. Результаты расчетов даны в долларом эквиваленте по курсу Банка России на конец третьего квартала 2000 г.

При очень высоких оборотах по сделкам доля прибыли в них очень низка (см. *табл. 2.59*). Почти у трети брокерских компаний коэффициент «Прибыль/ Оборот по сделкам» не превышает 0.003%.

Таблица 2.59\*

### Распределение брокерско – дилерских компаний по рентабельности

Количество брокеров	Коэффициент «Прибыль / Оборот брокерско – дилерской компании», %, 3 квартал 2000 г.						
	<0.001	0.001 – 0.003	>0.003-0.01	>0.01-0.03	>0.03-0.08	>0.08%-0.2	>0.2
	10	10	9	9	7	9	8

\*Расчеты проведены на основе данных, аналогичных указанным в табл. 2.56. При этом оценка делалась только по тем брокерско-дилерским компаниям, которые имели прибыль в третьем квартале 2000 г. (62 компании).

Ряд крупнейших брокеров – дилеров, занимающих в совокупности 15 – 20% рынка акций, работает с очень низким капиталом в сравнении с размером их активов (слишком высокий уровень лeverеджа (см. *табл. 2.60*) при незначительной прибыльности. Это объективно создает очень высокие финансовые риски, лежащие на этих компаниях и, соответственно, увеличивает риск, лежащий на рынке в целом. При этом брокерам – дилерам приходится работать на одном из самых рискованных – российском – рынке, в условиях высокой волатильности и экстремальных значений всех видов рисков. В этой связи важнейшее значение имеет искусство управления рисками, использование лучших международных практик, адаптированных к условиям формирующихся рынков (будет рассмотрено ниже).

*Таблица 2.60\**

**Финансовая характеристика выборки крупных компаний**

	Собственный капитал / Активы, %	Прибыль / Оборот, %	Доля в сделках, заключенных в РТС (2000), %	Доля в сделках, заключенных 50 ведущими операторами рынка акций ММВБ (декабрь 2000), %
Атон	5.3	0.0017	5.76	2.4
ИК Тройка - Диалог	6.7	0.0006	15.59	2.4
Финанс- Аналитик	2.9	0.0008	0.83	10.55

\* Расчеты проведены на основании данных системы раскрытия информации РТС «Скрин» ([www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)). Используются данные за третий квартал 2000 г. (последние данные о прибылях и оборотах юроекеров - дилеров, раскрытые по состоянию на начало мая 2001 г.). Результаты расчетов даны в долларовом эквиваленте по курсу Банка России на конец 3 квартала 2000 г. Оценка долей брокерских компаний на рынке сделана на основе данных о структуре участников рынка, публикуемых ММВБ и РТС в Интернете.

**Честный и справедливый характер рынка**

Ниже будут рассмотрены только те проблемы, которые могут нарушать справедливость ценообразования и равенство инвесторов на российском рынке ценных бумаг, подрывая тем самым основы их интереса к вложению средств в ценные бумаги. Нельзя добиться массового выхода инвесторов на рынок, если на формирование цен влияют искусственные факторы, если рынок не обеспечивает условий, при которых инвестор всегда получает лучшую цену, или если нарушения этики ведения бизнеса на рынке ценных бумаг (клиентские и торговые практики) имеют устойчивый характер и создают атмосферу недоверия массовой клиентуры к финансовым посредникам.

**Олигополистический характер рынка.** Как следует из *табл. 2.61*, 10-20 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5-10% числа компаний, заключающих сделки на организованных рынках, формируют 60-80% торгового оборота по акциям.

**Сверхконцентрация рынка на нескольких акциях.** Степень концентрации российского рынка на нескольких акциях, прежде всего, акциях РАО ЕЭС (см. *табл. 2.62*), является одной из самых высоких в мире. Несмотря на то, что на организованном рынке обращается 230-250 акций российских компаний, сделки устойчиво концентрируются вокруг нескольких эмитентов. Сделки с 4-5 акциями составляли в 1998 –1999 гг. в РТС 85-90% оборотов рынка, сделки с 2-3 акциями (РАО «ЕЭС», Лукойл) - 55-65%.

**Таблица 2.61\***

**Характеристика олигополии на российском рынке акций**

До кризиса августа 1998 г. - компании с оборотом более 25 млн. долл. за месяц			После кризиса августа 1998 г. - компании с оборотом более 5 млн. долл. за месяц		
Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %	Число компаний	Доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	Доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %
22	январь 1998 5.7	60.5	20	август 1998 7.7	71.8
			11	октябрь 1999 11.3	83.3
			33	октябрь 2000 27.0	90.8
			С оборотом более 20 млн. долл.		
			12	9.8	67.4
			22	декабрь 2001 20.8	85.2
			С оборотом более 20 млн. долл.		
			7	6.6	58.0

\*Расчитано по данным РТС.

Вместе с тем уход торговой активности на ММВБ в 1999 –2001 гг. привел к тому, что оценки, сделанные только на основе РТС, не отражают реальности (см. *табл. 2.62*), искусственно занижают степень концентрации рынка на нескольких акциях в 2000-2001 гг. В этой связи *табл. 2.63* дает более точное представление о степени концентрации.

**Таблица 2.62**

**Концентрация рынка на нескольких акциях (РТС)**

Показатели	Январь 1998 г.*	Октябрь 1998 г.*	Октябрь 1999 г.*	Октябрь 2000 г.*
Доля 5 акций** в общем количестве акций, прошедших листинг, %	4.7	5.7	11.4	40.0
Доля 5 акций** в объеме сделок с акциями за день, %	91.3	90.4	84.4	60.9
в т.ч.				
РАО ЕЭС, %	37.3	36.9	42.7	20.5
Лукойл, %	33.7	22.5	14.0	7.5

\*Данные РТС на конец месяца.

\*\*РАО ЕЭС, Лукойл, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов).

**Таблица 2.63**

**Концентрация рынка на нескольких акциях (ММВБ и РТС)**

Показатель	Октябрь 2000 г.			Октябрь 2001 г.		
	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ
Доля 5 акций* в объеме сделок с акциями, % в т.ч.	77.3	95.52	91.7	63.2	95.6	90.2
РАО ЕЭС, %	39.3	85.82	76.0	24.3	74.1	64.9
Лукойл, %	14.3	3.69	5.9	20.9	11.3	12.9
Доля 5 акций* в общем количестве акций, прошедших листинг, %	н/д	н/д	х	20.0	13.0	х

\*РАО ЕЭС, Лукойл, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов на основе информации ММВБ и РТС). При расчете количества акций, прошедших листинг, обыкновенные и привилегированные акции одного и того же эмитента учитывались в качестве отдельных выпусков.

Пять акций, вокруг которых сосредоточено более 90% оборотов организованного рынка, составляют заведомо неустойчивую конструкцию, создающую сверхконцентрацию рыночного риска. При этом 65-70% оборота рынка занимают акции РАО ЕЭС. Как уже указывалось, преимущественная часть этих оборотов, относящаяся к ММВБ, формируется за счет 5-6% акционерного капитала РАО ЕЭС (доля в конце 2000-2001 гг. Национального депозитарного центра, через который проходят обороты ММВБ, как номинального держателя в акционерном капитале РАО ЕЭС).

Анализ *уровня концентрации* на **23 развитых** и **15 формирующихся** рынках, проведен на основе данных *FIBV Annual Reports 1995-1997*. Для оценки уровня концентрации использовался *показатель процентной доли*, которую занимают в капитализации или объеме торговли акциями компании, составляющие 5% общей численности эмитентов, прошедших листинг, и являющиеся крупнейшими по отношению к другим эмитентам (т.е. находящиеся на первых позициях по капитализации в списке эмитентов, прошедших листинг). Итоги анализа следующие: **формирующиеся рынки** – 80% рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%, **развитые рынки** - 65% рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%.

В связи с изложенным капитализация российского рынка акций в том виде, в каком он существовал в 1995 –2001 гг., становится понятием, не наполненным реальным содержанием. Капитализация рынка подтверждается его ликвидностью. Если же из акций нескольких сот эмитентов ликвидны акции нескольких, то капитализация рынка акций, рыночная стоимость предприятий, выведенных на фондовый рынок, в значительной мере лишаются экономического смысла. Концентрация двух третей российского рынка на одной акции (РАО ЕЭС) несет в себе масштабный рыночный риск.

**Фрагментарность рынка акций.** На российском рынке возникла *группа наиболее ликвидных акций*, которые допущены к обращению одновременно в крупнейших российских торговых системах (см. *табл. 2.64*).

В октябре 2001 г. *более 40% акций* (примерно *120 эмитентов*) *одновременно обращается* (см. *табл. 2.64*) либо на ММВБ и РТС, либо на ММВБ, РТС и фондовой бирже «Санкт-Петербург», либо на ММВБ, РТС и Московской фондовой бирже. Примеры таких акций приведены в *табл. 2.65*. Акции таких эмитентов, как Лукойл, РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, обращаются в пяти российских торговых системах (см. *табл. 2.65*).

*Таблица 2.64\**

**Распределение эмитентов по листингу на российских фондовых биржах**

	Всего на 6 биржах	Из них обращаются на биржах (октябрь 2001 г.):										
		ММВБ + РТС	Только ММВБ	Только РТС	ММВБ и/или РТС + Санкт-Петербург	Только Санкт-Петербург	ММВБ и/или РТС + МФБ	Только МФБ	ММВБ и/или РТС + Екате-ринбург	Только Екате-ринбург	ММВБ и/или РТС +Казань	Только Казань
Число эмитентов	273	66	15	137	37	4	14	4	2	3	1	3
Доля, %	100	24.2	5.5	50.2	13.6	1.5	5.1	1.5	0.7	1.1	0.4	1.1

\*По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» ([www.srbex.ru](http://www.srbex.ru)), Екатеринбургской фондовой биржи ([www.esb.ru](http://www.esb.ru)), биржи «Казанский совет биржевой торговли» ([www.kbst.ru](http://www.kbst.ru)). В число эмитентов включены предприятия, чьи акции находятся в котировальных листах 1-го и 2-го уровней или допущены к обращению в рамках внесписочных листов. В связи с учетом одних и тех же акций в различных группировках, отражаемых в столбцах таблицы, показатель «всего на 6 биржах» не совпадает с суммой показателей по отдельным столбцам таблицы.

*Таблица 2.65\**

**Распределение выборки крупных эмитентов по допуску к обращению на российских фондовых биржах**

Эмитенты	Торговые системы, в которых обращаются акции эмитентов (на 5 октября 2001 г.)				
	ММВБ	РТС	Фондовая биржа «Санкт-Петербург»	Московская фондовая биржа	Екатеринбургская фондовая биржа
Автоваз	+	+	+	-	-
Аэрофлот	+	+	-	+	-
Газпром	-	Через С.-Петербург	+	+	+
Ижорские заводы	+	+	+	-	-
Иркутскэнерго	+	+	+	+	-
Казанская ГТС	+	+	-	-	-
Коминетфть	+	+	+	-	-
Красноярскэнерго	+	+	+	-	-
Кузбассэнерго	+	+	-	+	-
Ленэнерго	+	+	+	+	-
Лукойл	+	+	+	+	+
МГТС	+	+	-	+	-
Мосэнерго	+	+	+	+	-
Норильский никель	+	+	+	+	-
Петербургская телефонная сеть	+	+	+	-	-
РАО ЕЭС России	+	+	+	+	+
Роснефть-Пурнефтегаз	+	+	+	-	-
Ростелеком	+	+	+	+	-
Самаранефтегаз	+	+	+	-	-
Самаранэнерго	+	+	+	-	-
Саратовэнерго	+	+	-	+	-
Сберегательный банк РФ	+	+	-	+	-



Сибнефть	+	+	+	+	-
Славнефть-Мегионнефтегаз	+	+	-	+	-
Сургутнефтегаз	+	+	+	+	+
Тюменьтелеком	+	+	-	+	-
Хантымансийскокртелеком	+	+	-	+	-
ЦУМ	+	+	-	+	-

\*По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.esf.ru). В число эмитентов включены предприятия, чьи акции находятся как в котировальных листах 1-го и 2-го уровней, или допущены к обращению в рамках внесписочных листов.

Наряду с общностью для торговых систем ряда акций, которые в них обращаются, сложилась *группа наиболее активных брокеров-дилеров*, которые являются одновременно членами и активно работают *в 3-4 торговых системах* (см. *табл. 2.66*). Примерно 65% наиболее активных брокеров – дилеров ММВБ совершает операции на четырех торговых площадках, будучи также членами РТС, фондовой биржи «Санкт-Петербург», Московской фондовой биржи. Более 80% работает в трех торговых системах, включая ММВБ (см. *табл. 2.66*), примерно 90% - на ММВБ и одновременно еще в одной торговой системе.

Вместе с тем, хотя у торговых систем существует общее ядро (одни и те же акции обращаются, одни и те же брокеры-дилеры осуществляют операции), но отсутствуют: кросс-листинг, взаимное членство, унификация технологий (терминалы, системы представления информации и т.п. различны), межбиржевые технологии ввода приказов на рынок, на котором в данный момент времени сложились лучшие цены.

*Таблица 2.66\**

*Распределение брокеров – дилеров по членству на российских фондовых биржах*

Всего	Из 48 наиболее активных участников рынка корпоративных ценных бумаг ММВБ (июнь 2001) являются членами						
	Всего	ММВБ + РТС + МФБ + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + МФБ	ММВБ + МФБ	ММВБ + РТС	Только ММВБ
Число брокеров-дилеров	48	31	6	3	2	1	5
Доля, %	100	64.5	12.5	6.3	4.2	2.1	10.4

\* По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.esf.ru), биржи «Казанский совет биржевой торговли» (www.kbst.ru).

В итоге, несмотря на общность для торговых систем брокеров-дилеров и обращающихся ценных бумаг, отечественный фондовый рынок отличается *фрагментарностью* – он разделен на мелкие сегменты, формируемые отдельными торговыми системами, существуют информационные барьеры между ними, затруднен доступ различных групп инвесторов и финансовых посредников, нарушается принцип свободного и честного ценообразования на открытом и эффективном рынке (приказ должен вводиться именно в ту

торговую систему, в которой в данный момент времени сложился лучший курс ценной бумаги).

Как следствие, возникают *значительные искусственные различия курсов одной и той же ценной бумаги, обращающейся на различных рынках*, ослабляющие *способность* инвесторов получить наилучшую цену (см. *табл. 2.67*). Такая способность - одно из важнейших условий честного и справедливого механизма ценообразования (без чего фондовые рынки не могут развиваться).

Так, *по акциям Газпрома* (см. *табл. 2.67*) в течение сентября 2001 г. цены закрытия *биржи «Санкт-Петербург»* отклонялись от цен, сформировавшихся на *Московской фондовой бирже*, 4 сентября – на 1.9%, 25 сентября – на 1.7%, 26 сентября- на 2.4%. Средняя цена акций Газпрома в Санкт-Петербурге 17 сентября отличалась от ценового уровня МФБ на 9.2%, 26 сентября- на 2.0%. Еще значительнее различия в ценах акций Газпрома между Московской и Екатеринбургской фондовыми биржами (см. *табл. 2.67*, необходимо при этом учитывать, что между Москвой и Екатеринбургом существует разница во времени 2 часа). Фрагментарность рынка усиливается тем, что второй по значению отечественный рынок – РТС – осуществляет основной объем операций в долларах США (валютный барьер между рынками, на ММВБ цены измеряются и сделки совершаются в рублях). Введены искусственные ограничения на обращение акций РАО «Газпром» на ММВБ и в РТС. Московская фондовая биржа является по существу рынком одной акции (РАО Газпром), что теоретически открывает широкие возможности для манипулирования рынком и нарушения условий равной конкуренции.

*Таблица 2.67\**

***Сравнительная характеристика цен на обыкновенные акции Газпрома, складывающихся на различных фондовых биржах***

Сентябрь 2001	Цена закрытия		Средняя цена, руб.	
	Отклонение цен биржи «Санкт-Петербург» от цен МФБ, %	Отклонение цен Екатеринбургской фондовой биржи от цен МФБ, %	Отклонение цен биржи «Санкт-Петербург» от цен МФБ, %	Отклонение цен Екатеринбургской фондовой биржи от цен МФБ, %
03	+0.7	-2.3	-1.2	-2.8
04	-1.9	-4.1	-0.8	-3.3
05	+0.3	-4.7	-0.3	-3.5
06	-0.5	-2.7	-0.2	-3.2
07	-0.5	+0.5	-0.3	-2.0
10	+0.5	-0.5	+1.2	+3.4
11	-0.7	-2.6	-0.5	-2.4
12	+0.2	+0.2	-0.1	+0.5
13	+0.1	-1.6	-0.6	+0.5
14	-0.3	-1.1	-0.1	-0.8
17	-0.7	-3.0	-9.2	-9.9

18	-0.1	-1.7	-1.7	+1.4
19	-0.5	-2.5	-0.2	-1.6
20	+0.6	-0.1	+0.3	-2.1
21	-1.0	-2.0	-0.4	-2.1
24	+0.1	-2.6	+0.1	-1.3
25	-1.7	-0.9	+0.4	+1.0
26	-2.4	-0.2	-2.0	-1.3
27	-1.5	-1.2	+0.3	-0.9
28	0.0	x	+0.2	x

\*По данным МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург» (www.spbex.ru), Екатеринбургской фондовой биржи (www.ese.ru). 17 сентября 2001 г. (особо крупные отклонения в ценах) - день открытия торгов в Нью-Йорке после 4-дневного перерыва (11-14 сентября 2001 г.).

**Региональные фондовые биржи во многом замкнуты на свои регионы,** формируя рынки с угасающей торговой активностью, отделенные от национального рынка (см. *табл.2.68*).

**Таблица 2.68\***

**Региональная замкнутость отдельных фондовых бирж**

Показатели	Екатеринбургская фондовая биржа (октябрь 2001)				Казанский совет биржевой торговли (октябрь 2001)			
	Акции		Брокеры-дилеры		Акции		Брокеры-дилеры	
	Всего	Из них региональные эмитенты, не котирующиеся на других биржах	Всего	Из них региональные брокеры	Всего	Из них региональные эмитенты, не котирующиеся на других биржах	Всего	Из них региональные брокеры
Всего	9	5	51	49 (39- Екатеринбург)	4	3	35	32 (31- Казань)
%	100	55.6	100	96.1	100	75.0	100	91.4

\* По данным Екатеринбургской фондовой биржи (www.ese.ru), биржи «Казанский совет биржевой торговли» (www.kbst.ru).

Например, бóльшая часть акций, обращающихся на Екатеринбургской фондовой бирже и бирже “Казанский совет биржевой торговли”, относятся к региональным эмитентам. Преобладающая часть членов этих бирж - региональные брокеры – дилеры. Недостаточное количество финансовых инструментов, ограниченное число финансовых посредников не дают возможность поддерживать ликвидность бирж. Эти рынки - фрагментарны, замкнуты на самих себя (хотя в Екатеринбурге торгуются акции таких эмитентов, как Газпром, РАО ЕЭС, Лукойл, Сургутнефтегаз).

**Манипулирование ценами и честное ведение бизнеса на рынке ценных бумаг.** На российском фондовом рынке давно существует прочная убежденность в том, что *он носит манипулятивный и инсайдерский характер*. Иностранные инвесторы против отечественных, крупные брокеры против средних и мелких, профессиональные игроки против розницы, инсайдеры, аффилированные с эмитентами, против аутсайдеров, рынки с доминированием 1-2 игроков, «выжимания досуха» – всё это не только мифы рынка, создаваемые проигравшими инвесторами, но и отражение его реалий. Признает *распространенность запрещенных практик* и регулятор фондового рынка (ФКЦБ России), отмечая,

что «по оценкам самих участников рынка, доля сделок, в которых так или иначе используется инсайдерская информация, на российском рынке ценных бумаг превышает 50%... Сохраняет актуальность проблема создания действенного механизма для подтверждения фактов манипулирования на рынке... К числу наиболее распространенных методов манипулирования относятся, например, покупка и продажа ценной бумаги с целью создания видимости активной торговли, фальшивые сделки с ценными бумагами, в ходе которых не происходит фактической смены собственника, создание пулов участников...».<sup>296</sup>

Достаточно распространены, по оценке, *нечестные практики продажи клиентам финансовых продуктов и услуг, сделки с конфликтами интересов*, в которых брокерско – дилерские компании получают односторонние выгоды на рынке акций за счет клиентов. А.Д.Саурин приводит следующий пример предполагаемого манипулирования. Дилер рынка ГКО, играя на понижение, продал 6 мая 1996 г. на Московской центральной фондовой бирже фьючерсные контракты на 24-ю серию ГКО (по цене более 60% от номинала). Следующий день – 7 мая – был последним днем торговли фьючерсными контрактами на 24-ю серию ГКО. 7 мая этот дилер за 2 минуты до закрытия торгов по ГКО на ММВБ «выставил свой пакет заявок на покупку.. по цене 18% от номинала и зеркальную заявку на продажу... В связи с незначительным количеством «сторонних заявок» на покупку основную часть сделок дилеру удалось провести с самим собой. В результате этого средневзвешенная цена 24-го выпуска скатилась примерно на 10 пунктов ниже цен реальных сделок».<sup>297</sup> Вариационная маржа на МЦФБ по позициям, оставшимся открытым в последний день торговли фьючерсными контрактами на 24-ю серию ГКО, должна была рассчитываться на основе средневзвешенной цены вторичных торгов 7 мая на ММВБ. Соответственно, данный оператор получил значительный выигрыш (положительную маржу) на срочном рынке МЦФБ, где он играл на понижение, за счет манипулирования ценой ГКО на основном рынке.

А.Д.Сауриным сделан количественный анализ движения цен акций в Российской торговой системе в сентябре – декабре 1999 г. в сопоставлении с динамикой фондового индекса РТС. Вывод, к которому он пришел: «во всех случаях наблюдается явный выброс значений изменения цен на акции отдельных эмитентов. Объяснить такие отклонения цен резким увеличением прибылей или убытков данной компании, какими-либо внутренними причинами формирования цен на эти акции не представляется возможным. Более того, если взять любой период времени в течение 1999 г., то можно утверждать с высокой долей вероятности, что такие всплески цен будут обнаружены... Эти изменения цен так

<sup>296</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 27.

<sup>297</sup> Саурин А.Д. Манипулятивные сделки и практика их регулирования / Магистерская диссертация. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 200. – С. 28-31.

и хочется объяснить тем, что кому-то из игроков на рынке выгодно иметь конкретную величину стоимости конкретной бумаги в конкретный период времени. В силу того, что... объем торгов в РТС незначителен... то, как одно из возможных объяснений (хотя, разумеется, и не единственное) происходящего в описанных случаях, можно принять наличие искусственного контроля за ценами, что по определению является манипулированием».<sup>298</sup>

Рост капитализации рынка акций не будет существенным и устойчивым до тех пор, пока не будет восстановлено доверие инвесторов к рынку и не будут подавлены манипулятивные и инсайдерские практики. Виды манипулирования, распространенные, по оценке, в России, приведены в *табл. 2.69*.

*Таблица 2.69*

**Экспертная характеристика распространенных в России видов манипулирования**

Вероятность применения на российском рынке	Виды манипулирования
Высокая	<b>Манипулирование информацией</b>
	Распространение / передача другим участникам информации или любых заявлений, которые с точки зрения времени и/или обстоятельств, при которых они были сделаны, являются ложными или вводящими в заблуждение других участников рынка, и в отношении которых заявитель мог знать, что они ложные или вводящие в заблуждение
	Сокращение или непредставление информации об эмитенте, ценной бумаге или о состоянии рынка, которое может привести к установлению искусственного уровня цен на ценные бумаги
	<b>Манипулирование сделками</b>
	Одновременное или примерно в одно и то же время выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг, имеющих примерно одинаковые параметры, по ценам, резко отличным от рыночных («спаренные ордера»)
	Выставление заявок на сделки с ценными бумагами по завышенным ценам при небольших объемах. Выставление котировок с большими объемами по ценам, существенно отличающимся от рыночных, с последующим снятием котировок (цель – психологическое воздействие на игроков)
	Совершение сделок без смены собственника или в кругу аффилированных лиц
	Осуществление (с участием или без участия других сторон) серий сделок с любой ценной бумагой, создающих искусственно активную торговлю с этой бумагой с заданным движением цен (пулы или использование доминирующего положения игрока на рынке). Воздействие на цену большими объемами. В том числе, использование полномочий по счетам доверительного управления и клиентским брокерским счетам, а также «складирования» - совершения сделок репо с обратным выкупом акций по фиксированным ценам, когда акции временно «складируются» у покупателей
Использование операций с крупными блоками, дестабилизирующими рынок	
Низкая	Совершение сделок и выставление заявок по ценам, отличающимся от рыночных, в периоды времени, задающие ценовой уровень (при открытии и закрытии торговли, в предторговый и послеторговый периоды и т.п.)
	Использование рынка срочных контрактов для искусственного воздействия на цену
Не используются	Корнеры - создание ситуации, когда значительная часть ценных бумаг оказывается в руках одного лица или группы взаимосвязанных лиц, и продавцы без покрытия, игравшие на понижение, не могут приобрести данные ценные бумаги у кого-либо, кроме как у этого лица, по искусственно высокому ценам
	Манипулирование предложением ценных бумаг (создание искусственного дефицита или излишка конкретных ценных бумаг на рынке)
	Стабилизация вторичного рынка при выполнении функций андеррайтера

**Предложение ценных бумаг**

<sup>298</sup> Там же. С. 32-42

В 90-е годы российский финансовый рынок быстро заполнялся новыми финансовыми инструментами: **1990 г.** – акции; **1991 г.** - депозитные и сберегательные сертификаты; **1992 г.** - приватизационные ценные бумаги (ваучеры); **1993 г.** - ГКО (казначейские обязательства), облигации Минфина, золотые сертификаты, товарные фьючерсы; **1994 г.** - векселя, акции на предъявителя, облигации квази-публичных институтов; **1995 г.** - корпоративные облигации, сберегательные облигации, облигации региональных правительств, фьючерсы на ГКО, складские свидетельства; **1996 г.** - казначейские облигации, еврооблигации федерального правительства, фьючерсы на акции, американские и глобальные депозитарные расписки; **1997 г.** - еврооблигации региональных правительств, корпоративные еврооблигации; **1998 г.** - облигации центрального банка, свопы (реструктурирование долгов); **1999** - новый старт рынка корпоративных облигаций.

На два года после финансового кризиса 1998 г. была в значительной мере утрачена способность рынка к финансовому инжинирингу. Прекратился выпуск евробумаг. Резко сократилась эмиссия государственных ценных бумаг, а также ценных бумаг субъектов РФ и муниципальных образований. Только в 2000 г. возобновились попытки выхода на внешние рынки с депозитарными расписками на российские акции, а также появились новые российские еврооблигации (реструктурирование долгов России Лондонскому клубу). С 2000 г. вновь запущен срочный рынок ММВБ (до этого срочные операции велись в Санкт – Петербурге). Вместе с тем ряд сегментов фондового рынка и до, и после 1998 г. либо не заполнен (те или иные классы ценных бумаг не выпускаются), либо включает очень ограниченное число эмитентов и выпусков ценных бумаг, обороты по которым незначительны.

***Отсутствие сегментов рынка ценных бумаг*** (к концу 2001 г.): казначейские облигации (срок обращения свыше 7-10 лет), ипотечные облигации, коммерческие бумаги, еврокоммерческие бумаги, опционы, структурированные финансовые продукты, объединяющие различные типы ценных бумаг и срочных контрактов.

***Ограниченность числа эмитентов, с акциями которых совершаются сделки на организованных рынках.*** Капитализация рынка акций рассчитывается по тем эмитентам, акции которых допущены к обращению в торговых сис-

темах (в списочном и внесписочном составах). Число таких эмитентов в России резко ограничено (*табл. 2.70*), при этом только по 15-20 эмитентам акций устойчиво поддерживается ликвидность рынка и на постоянной основе совершаются сделки. Соответственно, рост капитализации рынка акций возможен только при массовом выходе предприятий на организованные рынки акций.

*Таблица 2.70\**

*Динамика количества эмитентов, прошедших листинг на фондовых биржах*

Показатели	1995 (октябрь)	1997 (сентябрь)	1999 (октябрь)	2001 (октябрь)
Количество эмитентов, по акциям которых совершаются сделки*	70-80	260-300	350-400	370-400
■ котировальные листы	x	100-120	50-60	30-35
■ вне котировальных листов	x	160-180	310-350	340-370

\*Рассчитано на основе данных ММВБ, РТС, МФБ.

**Отсутствие массового предложения акций.** На российском рынке, в том состоянии, в котором он находится, *не может быть массового предложения и спроса на акции*. Структура собственности в России является оптовой (по оценке, не менее 60-70% акционерных капиталов собраны в крупные или контрольные пакеты, на мелком и неликвидном оптовом рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, население отделено от организованных рынков акций) (анализ см. в *разделах 2-3*). Велика роль оффшорных компаний, скрывающих настоящих собственников, и иностранных номинальных держателей, которым принадлежат значительные доли акционерных капиталов.

Большинство собственников не заинтересовано в дополнительных выпусках акций и разводнении акционерных капиталов, в размещении акций среди мелких и институциональных инвесторов для привлечения денежных ресурсов. В конце 90-х годов более **95% эмиссий** являются *техническими* (для распределения акций между собственниками под добавочный капитал, накопленный за счет переоценки основных фондов).<sup>299</sup> Основной интерес составляет не повышение рыночной стоимости предприятия на рынке акций, не прибыль-

<sup>299</sup> В годовом отчете ФКЦБ России за 1998 год, в разделе «Деятельность ФКЦБ России в 1998 году», в пункте 3 отмечалось, что «основная часть выпусков акций была направлена не на привлечение дополнительных средств (инвестиций) в акционерные общества, а была связана с операциями по увеличению номинальной стоимости акций или распределением дополнительных акций среди акционеров за счет стоимости собственных активов акционерных обществ, а также с консолидацией или дроблением акций» (отчет размещен на сайте ФКЦБ России в Интернете [www.fedcom.ru](http://www.fedcom.ru)). Доля эмиссий, в результате которых акции были конвертированы в акции с более крупным номиналом и/или распределены между акционеров (то есть в большей части технических эмиссий под переоценку основных фондов) составила 97%.



ность, а доступ к денежным потокам предприятия и управление ими. По оценке, схожая ситуация сохранялась и в 1999 – 2001 гг.

Как следствие, *Россия* представляет собой *пример долговой экономики*, система финансирования которой основывается, в первую очередь, на долговых обязательствах. Даже в период наивысшего подъема российского рынка акций в 1996-1997 гг. масса внутренних долговых обязательств, включая векселя, в несколько раз превышала капитализацию рынка акций. Предприятия многих подотраслей промышленности не имели в 2001 г. биржевых котировок, например, электронного машиностроения. Более 90% оборотов российского рынка акций формируют пять акций (РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, Ростелеком, Мосэнерго, Лукойл). Интерес к рыночной оценке акций возникает только при подготовке продажи крупных и контрольных пакетов акций либо при получении заемных средств (залог акций, прозрачность компании и наличие ее биржевой истории).

*Незначительный размер свободной для обращения части акционерных капиталов (free float).* Концентрация собственности на российские предприятия в крупных и контрольных пакетах приводит к тому, что свободной для обращения (free float) становится лишь незначительная часть акционерных капиталов. Они «заморожены» у крупных собственников, не поступают на массовый рынок, будучи пригодными только для одиночных сделок блоками, сделок, связанных с переходом контроля над предприятиями или с их реорганизацией. Как указывалось выше (см. *табл. 1.25*), более 60% оборотов внутреннего рынка акций России (доля акций РАО ЕЭС на ММВБ в общем обороте ММВБ + РТС) формируется из 6.1% уставного капитала РАО ЕЭС, которые по номинальной стоимости на конец октября 2001 г. составляли 44 млн. долл., по рыночной стоимости – около 420-430 млн. долл.

*Неурегулированность отношений собственности.* По данным Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе, только примерно 25% акционерных обществ провели государственную регистрацию своих ценных бумаг.<sup>300</sup> На многих предприятиях не закончено перераспределение собственности. Существуют предприятия, где до сих пор менеджеры вла-

---

<sup>300</sup> В частности, Председатель Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе Ю.С.Сизов сообщил, что «в России 430 тысяч акционерных обществ. И только 110 тыс. из них зарегистрировали хотя бы первичный выпуск», т. е. «50 тыс., которые зарегистрировались до 1996 г. в Минфине и финансовых управлениях регионов, и

деют незначительными пакетами акций своих предприятий (до 1-3%), и до тех пор, пока не будет сформирована более выгодная для них структура собственности, они не будут заинтересованы в выведении своих акционерных обществ на фондовый рынок. На ряде предприятий, с точки зрения акционеров, слишком большая доля государства в капитале (например, 25-30%), и до тех пор, пока она не будет уменьшена, акции предприятия на публичном фондовом рынке не будут обращаться. Представители государства будут противодействовать «размыванию» акционерного капитала. Акционеры будут стремиться сократить размеры участия государства, и только потом выводить свои акции на фондовый рынок.

Желание инвесторов вкладывать свои средства в акции ограничивается непрозрачностью структуры собственности. В крупнейших предприятиях значительные доли акционерных капиталов принадлежат оффшорным компаниям или закреплены за номинальными держателями, которые не раскрывают крупных собственников, пакеты акций которых находятся в номинальном держании.

По-прежнему высока конфликтность интересов между держателями крупных пакетов акций, в структуре управления акционерным капиталом. В ближайшем будущем в России, как в стране с переходной экономикой, будет неизбежно продолжаться перераспределение собственности. Предприятия с неурегулированными конфликтами интересов не могут выходить на публичный рынок акций и не могут быть привлекательными для инвесторов.

На мировых фондовых рынках одним из самых привлекательных сегментов на рынке считаются «молодые компании роста» и «сектор высокотехнологичных компаний». Для них создаются специальные рынки акций («Small Caps» в США, «New Markets» в Европе), через их акции финансируются инновации в реальном секторе экономики. В России также существует большая группа компаний, которые являются типичными молодыми компаниями роста и которые могут быть выведены на рынок акций. Например, торговые предприятия, которые начали инвестировать в производство и создание отечественных «брендов», небольшие компании высоких технологий,

существующие на базе академических институтов, быстро развивающаяся информационная отрасль.

Трудности в выводе на рынок акций этих компаний заключаются в том, что в них также не урегулированы вопросы собственности. В связи с тяжелой налоговой нагрузкой они существуют как группы небольших коммерческих организаций, созданных для оптимизации налогов, включая в том числе оффшорные компании и компании, созданные в российских регионах, имеющих льготный режим налогообложения. Открыться для них – значит понести потери и принять на себя политический риск, которого они до этого избегали. Абсолютное большинство таких компаний, по оценке, еще не готово консолидироваться и превратиться в крупные и прозрачные акционерные общества.

Неурегулированность отношений собственности проявляется также в том, что, по оценке, у половины предприятий до сих пор не превращены в акции добавочные капиталы. Примеры по крупнейшим российским предприятиям приведены в *табл. 2.71*. Таким образом, искусственно отсутствует масса акций, необходимых для обращения, акционерные капиталы многократно занижены.

*Таблица 2.71\**

**Соотношение акционерного и добавочного капитала по выборке крупных эмитентов**

Показатели	Челябинский металлургический комбинат	Новолипецкий металлургический комбинат	Тюменская нефтяная компания	Лукойл	ЮКОС	Татнефть	РАО «Норильский никель»	РАО ЕЭС	Сургутнефтегаз
Акционерный капитал, млн. руб.	3.1	6.0	7.9	20.4	8.9	232.6	47.3	21558	43428
Добавочный капитал, млн. руб.	5822.1	9672.6	2965.8	3887.3	1172.1	21958.9	2267.2	111052	67351
Коэффициент «Добавочный капитал / Акционерный капитал»	1878.1	1612.1	375.4	190.6	131.7	94.4	47.9	5.15	1.55

\*РТС, система раскрытия информации «СКРИН». РАО ЕЭС, Новолипецкий металлургический комбинат – данные за третий квартал 2000 г., Сургутнефтегаз, ТНК – за второй квартал 2000 г., Лукойл, РАО «Норильский никель», ЮКОС – за первый квартал 2000 г.

**Конфликты интересов, затрудняющие выход предприятий на рынок и снижающие инвестиционную привлекательность акций.** Переходный характер экономики и незаконченность урегулирования отношений собственности, преобладание контролирующих и крупных акционеров создают высокую конфликтность интересов акционеров, ставшую типичным явлением в российских акционерных обществах. Акционерные общества с неурегулированными

конфликтами интересов не могут полноценно выходить на рынок акций, не способны повышать свою капитализацию, подвержены высокой волатильности в своей рыночной стоимости.

*Типичные конфликты*, возникающие в массовом порядке в акционерных обществах, формы, в которых они проявляются, приведены в *приложении 10*.<sup>301</sup> Не все они являются нарушениями прав акционеров, закрепленных в законодательстве. Часть из них – стратегии, вызванные экономическими интересами той или другой группы акционеров и широко известные в международной практике. Другая часть – создана нишами в российском праве, которые всегда и во всех странах ищут агрессивные инвесторы.

Несмотря на то, что российское акционерное законодательство соответствует, в основном, международным практикам,<sup>302</sup> распространенность неурегулированных конфликтов интересов, нарушения прав акционеров формируют позицию инвесторов и других участников рынка, заключающуюся в том, что российские предприятия отличаются низким уровнем *корпоративного управления (corporate governance)*.<sup>303</sup> Еще один индикатор - только *около 50% компаний-эмитентов* выполняет требования в части раскрытия информации о своей деятельности на рынке ценных бумаг. Это позволяет сделать вывод о том, *что в России еще пока не создана полноценная система раскрытия информации на рынке ценных бумаг*<sup>304</sup>, что эмитенты не заинтересованы в разводнении акционерных капиталов, а инвесторам не сформированы пока достаточные

---

<sup>301</sup> Миркин Я.М. «Защита прав акционеров в российском бизнесе» (аналитический доклад) // Материалы научно-практической конференции “Защита прав акционеров в российском бизнесе”: октябрь 1999 г. / ИМЭМО РАН, Финансовая академия при Правительстве РФ, журнал «Эксперт». – М.: «Эксперт», 1999. – С. 1-33.

<sup>302</sup> «Принципы корпоративного управления ОЭСР» 1999 г. (OECD Principles of Corporate Governance) опубликованы на сайте ОЭСР в Интернете [www.oecd.org](http://www.oecd.org), «Основные принципы акционерного законодательства для стран с переходной экономикой» ОЭСР (OECD General Principles of Company Law For Transition Economies), опубликованные в Journal of Corporation Law, Vol.24, Number 2, Winter 1999, pp.191-291, и другие лучшие практики (Principles for Corporate Governance in the Commonwealth, изданные Commonwealth Association for Corporate Governance в августе 1999 г.; Statement on Global Corporate Governance Principles, изданные International Corporate Governance Network в июле 1999 г.; Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, изданные European Shareholders Association в феврале 2000 г.).

<sup>303</sup> В соответствии со Вступлением к «Принципам корпоративного управления ОЭСР» 1999 г. (OECD Principles of Corporate Governance), “корпоративное управление включает комплекс отношений между администрацией компании, ее правлением, акционерами и другими заинтересованными лицами. Корпоративное управление также определяет рамки, в которых намечаются задачи компании, а также средства достижения этих задач и мониторинга деятельности компании. Надлежащее корпоративное управление должно создавать стимулы для того, чтобы правление и администрация компании стремились к достижению целей, отвечающих интересам компании и акционеров, а также облегчать действенный мониторинг, тем самым подталкивая фирмы к более эффективному использованию ресурсов» (неофициальный перевод, опубликован в материалах конференции «Корпоративное управление в России» (Москва, 31 мая – 2 июня 1999 г.), организованной ОЭСР в сотрудничестве с Агентством по международному развитию (США) и Мировым банком, С. 2).

<sup>304</sup> Ефимов М.В. Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной и регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 70.

условия для оценки инвестиционной привлекательности предприятий на информационно прозрачном фондовом рынке.

### ***Спрос на ценные бумаги***

Заниженная монетизация экономики России в 90-е годы, отвлечение государством большей части денежных ресурсов для покрытия своих текущих потребностей, формирование населением основной части своих сбережений в наличных долларах США и вывоз капитала предопределили острый дефицит денежных средств в стране на цели инвестиций, достигающий, по оценке, 85-90% потребности в средствах (более подробный анализ см. в **пункте 2.2**).

Соответственно, для подавляющего большинства предприятий проблему составляет привлечение даже небольших сумм в 5 – 15 млн. долл. в коммерческие проекты (через акции или долговое финансирование).

К настоящему времени объем внутренних денежных ресурсов, которые могут быть направлены на рынок ценных бумаг, невелик. Его оценка сводится к следующему.

***Банковские счета внутри России и наличные рубли как источник спроса на акции.*** Анализ предельных размеров спроса на ценные бумаги за счет этого источника приведен в **табл. 2.72**. Соответственно, денежные средства населения (в целом по России), которые находятся в банковской системе и могут быть вложены в эмиссионные ценные бумаги (акции и облигации), примерно в 4.1 раза превышали готовые для инвестирования средства предприятий и составляли в конце **сентября 2002 г.** сумму 339.4 млрд. рублей, т.е. **10.6 млрд. долл.** (см. **табл. 2.72**). Аналогичные расчеты на конец мая 2000 г. дали оценку инвестиционного потенциала населения в части средств, находящихся в банковской системе, в размере 87.2 млрд. руб., т.е. 3 – 3.2 млрд. долл.,<sup>305</sup> на конец сентября 2001 г. - 188.5 млрд. рублей, т.е. 6 – 6.2 млрд. долл. Это пока небольшие суммы (при потребностях в средствах для финансирования экономического роста, по оценке, в 400-450 млрд. долл. в ближайшие несколько лет) (см. **обоснование в пункте 2.2**). Тем не менее эти средства значительно

---

<sup>305</sup> Миркин Я. М. Розничный спрос на ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. – 2000. - №19. – С. 29-31

превышают финансовые возможности предприятий (примерно **2.6 млрд. долл.** на конец сентября 2002 г., **2.7 млрд. долл.** - на конец сентября 2001 г., годом раньше, на конец мая 2000 г. - **2 млрд. долл.**) для инвестирования с их банковских счетов внутри России в эмиссионные ценные бумаги (см. **табл. 2.72**).

**Таблица 2.72\***

**Предельные размеры спроса на ценные бумаги (банковские счета и рублевая наличность)**

Показатель	Наличные деньги в обращении, млрд. руб.	Счета до востребования, млрд. руб.	Всего депозиты	В том числе на срок, %					
				До 30 дней	От 31 до 90 дней	От 91 до 180 дней	От 181 дней до 1 года	От 1 года до 3 лет	Свыше 3 лет
<b>Счета в рублях</b>									
Население	X	119.5	459.4	0.4	23.7	152.7	64.5	211.2	6.9
Предприятия	X	3.9	76.6	11.0	12.7	17.1	17.0	9.8	9.0
<b>Счета в иностранной валюте (в пересчете на рубли)</b>									
Население	X	70.5	284.9	1.6	8.3	93.6	97.8	81.1	2.5
Предприятия	X	2.1	161.6	30.2	19.2	13.4	33.4	45.8	19.6
Оценка доли денежных ресурсов, которые могут быть вложены в акции и облигации	5% (масса денег в обращении – 672.6 млрд. руб.)	5%	X	10%	20%	30%	40%	50%	50%
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены населением	33.6	9.5	X	0.2	6.4	73.9	64.9	146.2	4.7
Оценка денежных ресурсов, которые могут быть вложены предприятиями	X	0.3	X	4.1	6.4	9.2	20.2	27.8	14.3
Итого может быть вложено населением – 339.4 млрд. руб.				Итого может быть вложено предприятиями – 82.3 млрд. руб.					

\*Расчитано по данным Банка России на конец сентября 2002 г. (Бюллетень банковской статистики, 2002, №11). Не включены средства банков, находящиеся на депозитах (без разбивки по срокам) и на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России (повторный счет).

Итого, те денежные ресурсы, о которых постоянно говорят как об излишках ликвидности в банковской системе, при самом оптимистичном сценарии **осенью 2002 г.** могли сформировать **спрос на акции, не превышающий 13-14 млрд. долл.** (в конце сентября 2001 г. - 8-9 млрд. долл.; 5-6 млрд. долл. в конце мая 2000 г.).

**Наличная валюта.** Более значительным резервом для финансирования вложений в акции являются накопления населения в наличной валюте, сформированные в 90-е годы в секторе домашних хозяйств. Объем этих средств оценивается в **50-70 млрд. долл.** (в 1996 г. прирост наличной СКВ у резидентов в секторах нефинансовых предприятий и домашних хозяйств составил внутри

страны 9.0 млрд. долл., в 1997 г. – 13.4 млрд. долл.). В 1998 г. сокращение валютной наличности – 0.9 млрд. долл.<sup>306</sup>

Эта оценка подтверждается данными Федеральной резервной системы и Казначейства США об использовании другими странами наличных долл. как средства накопления и платежа (*табл. 2.73*). Российское население является самым крупным в мире держателем наличных долларов (кроме самих США): более 40% долларовой массы по обследованному кругу стран и более 10% всей массы долларов в обращении (включая наличность, обращающуюся в США). По оценке, *не менее 60 - 70%* указанной суммы (*оптимистический сценарий*) являются *страховым запасом*, распределенным среди различных групп населения. В итоге, для инвестирования пригодно *20-25 млрд. долл* (в основном, в крупных российских городах, в сбережениях среднего класса, поколения 25-45-летних).

*Таблица 2.73\**

*Распределение массы наличных долларов, обращающихся за пределами США*

Страны	Наличные доллары США, обращающиеся за пределами США
Всего по выборке из 25 стран, в т.ч.	143.9
<b>Россия</b>	<b>60</b>
Аргентина	25
Корея	15
Турция	10

\*Источник: The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad. A Report to the Congress by the Secretary of the Treasury. January 2000.

<sup>306</sup> По данным Банка России (балансы движения наличной иностранной валюты, приложения к отчетам Банка России за 1997 и 1998 гг.).



*Средства российского населения за рубежом.* Российские капиталы, вывезенные за границу (160-170 млрд. долл. в 1992-2000 гг.)<sup>307</sup> при уровне рисков, существующем в стране, не могут быть немедленно привлечены на цели инвестиций. Кроме того, значительная их часть (по оценке, не менее 50%) имеет неликвидную форму (недвижимость, вложения в бизнес за пределами России, страховые запасы в иностранных банках, обустройство семей).

По оценке, российские деньги, вывезенные за границу, могут дать при самом оптимистическом сценарии *не более 30 - 40 млрд. долл.* инвестиций в российские ценные бумаги (20% от общей суммы вывоза капиталов). Часть этих денег, как известно, уже была на рынке ГКО и акций до августа 1998 г. (через РТС и оффшорные счета), часть денег находится в прямых инвестициях в российские предприятия. Кроме того, эти деньги активно инвестируются в иностранные, прежде всего, американские акции. В среднем, вложения российских инвесторов в американский рынок акций составляли в 1995 – третьем квартале 2001 гг. не менее 58% вложений американских инвесторов в российский рынок. В 2000 г. они в 1.7 раза превышали инвестиции из США в российские акции (см. расчеты в *пункте 1.3, табл. 1.47*).<sup>308</sup>

*Итоговые оценки* внутренних денежных ресурсов, которые могут формировать спрос на российские ценные бумаги, имеют следующий вид (*табл. 2.74*). По оценке, *от 20 до 40% этих денег* либо физически находятся в *Москве*, через которую проходит *более 90% фондовых оборотов*, либо распоряжение этими деньгами осуществляется лицами, постоянно живущими в столице.

*Потенциальный спрос* (*таблица 2.73*) способен покрыть часть потребности в средствах на модернизацию экономики. Эти денежные ресурсы способны - при передаче их на фондовый рынок - в значительной мере увеличить его капитализацию. Без них рынок корпоративных ценных бумаг будет существенно ограничен в размерах денежного спроса и в способности

---

<sup>307</sup> Смородинская Н. Бегство капиталов в теории и практике: анализ российской ситуации // Банковские услуги.-1998.- №9.- С. 5-19. Экспертные расчеты включают в себя также оценочные данные по утечке капиталов за 1998 – 99 гг. Для расчетов нами взяты умеренные оценки вывоза капиталов, сделанные в рамках Института экономики РАН. Предположения, дающие более высокие объемы утечки капиталов из России, базируются на экспертном, со значимыми допущениями определении искажений экспортно – импортных цен (например, массовых занижений цен экспорта и, соответственно, экспортной выручки). См. например: Платежный баланс и финансовая политика: Сб. статей. – М.: Институт финансовых исследований, 2001. – С. 73-76.

<sup>308</sup> Рассчитано по данным “U.S. Treasury Bulletin 2000-2001”.

привлекать инвестиции в реальный сектор. Без этих долгосрочных денежных ресурсов фондовый рынок будет по-прежнему носить преимущественно спекулятивный характер. И, наконец, присутствие этих денег на рынке даст возможность “разогреть” рынок за счет внутреннего спроса, создав условия для прихода долгосрочных иностранных инвестиций.

Таблица 2.74\*

**Итоговые оценки потенциального внутреннего спроса на  
российские ценные бумаги**

Вид денежных ресурсов	Оптимистический сценарий	Умеренный сценарий
<b>Население</b>		
Счета в российских банках и наличные рубли	10 – 11 млрд. долл.	5 млрд. долл.
Наличная валюта в долларах США	20-25 млрд. долл.	10-12 млрд. долл.
Денежные накопления, вывезенные за границу	30-40 млрд. долл.	15-20 млрд. долл.
<b>Предприятия</b>		
Счета в российских банках	3 млрд. долл.	2 млрд. долл.
<b>Итого</b>	<b>65 – 79 млрд. долл.</b>	<b>35 – 39 млрд. долл.</b>

\*Составлено на основе таблиц 2.72 – 2.73 и анализа размера средств, вывезенных за рубеж, приведенного выше.

Таким образом, перед внутренним рынком ценных бумаг стоит задача преодолеть резко ограниченный внутренний платежеспособный спрос на корпоративные ценные бумаги, выиграть конкуренцию за денежные ресурсы населения, находящиеся сейчас в форме наличных долларовых сбережений и вывезенного за границу капитала.

**Отсутствие доверия инвесторов.** Финансовые пирамиды начала 90-х годов, связанные с выпуском суррогатов ценных бумаг и акций на предъявителя, с самокотировкой акций эмитентами на внебиржевом рынке,<sup>309</sup> масштабные потери, которые понесли при этом инвесторы, вызвали уже к середине 90-х годов кризис доверия к ценным бумагам как к финансовым активам. В октябре 1997 – 1998 гг. кризис доверия был усугублен убытками инвесторов, вызванными многократным (более чем в 10 раз) падением курсов акций и кризисом внутреннего государственного долга. Кризис доверия связан и с **конфликтами интересов акционеров**, решаемыми, как правило, не в пользу акционеров меньшинства.

Как указывалось выше, акционером быть «невыгодно». В российской практике **акционеры меньшинства**, в том числе мелкие розничные акционеры,

как правило, *не имеют серьезной экономической заинтересованности в результатах деятельности акционерных обществ* (массовая невыплата дивидендов, невозможность повлиять на решения менеджмента, реструктуризация акционерных капиталов в пользу крупных контролирующих акционеров, неликвидность большинства акций и невозможность получить их рыночную оценку и выгоду от повышения их курсовой стоимости, отсутствие реальной защиты интересов мелкого розничного инвестора иначе, чем через трудоемкий и дорогой гражданский процесс).

Существенным фактором, влияющим на инвестиционное поведение населения, является *кризис доверия к государству как к эмитенту ценных бумаг*, имеющий корни не только в дефолте августа 1998 г. по ГКО – ОФЗ, но и в советской практике 20-х – 90-х годов выпуска облигационных займов для населения (*приложение 11*). Кроме того, кризис доверия к ценным бумагам может быть связан с манипулированием, распространенным на рынке, с использованием нечестных клиентских практик, торговли, базирующейся на служебной информации (анализ см. выше в настоящем пункте).

В этой связи внутренние инвесторы рассматривают ценные бумаги, прежде всего, акции, как финансовые активы, обладающие исключительно высоким риском. Вложение средств в ценные бумаги осуществляется в последнюю очередь, прежде всего, в качестве спекулятивной деятельности, имеющей целью сверхвысокие доходы, покрывающие риск.

Показательно, что *опрос интернет-аудитории, проведенный информационным агентством «Росбизнесконсалтинг» 19-20 февраля 2001 г.* по вопросу «Какой процент из накопленных средств Вы готовы направить на операции с ценными бумагами?» ([www.rbc.ru](http://www.rbc.ru)), дал следующие результаты: «не готов вкладывать» – 55% опрошенных, «10% сбережений» – 15%, «20% сбережений» – 15%, «50% сбережений» – 8%, «все сбережения» – 2%, «не знаю» – 5%. Необходимо учитывать, что интернет – аудитория является наиболее современной, активной, образованной и молодой. Даже в ее среде доля лиц, не готовых к инвестиционным решениям в ценные бумаги, составляет 60%. По данным опроса *интернет-аудитории, проведенный информационным агентством «Росбизнесконсалтинг» 27-28 сентября 2001 г.*, только 2% участников опроса собираются приобрести акции. По данным *опроса Фонда общественного мнения*, в 2000 г. только 3% населения отдали предпочтение вложениям в акции в качестве спо-

---

<sup>309</sup> Подробный анализ см. в кн. Я.М.Миркин. Ценные бумаги и фондовый рынок. С. 59 – 63, 265-271.

соба сбережений против 43% - в иностранную валюту, 42% - в недвижимость, 11% - вклады в Сберегательном банке.<sup>310</sup>

Статистика денежных расходов населения также свидетельствует о недоверии в 90-е годы розничных инвесторов к инструментам фондового рынка (*см. табл. 2.75*).<sup>311</sup>

*Таблица 2.75*

*Структура спроса населения на финансовые инструменты*

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Прирост сбережений, наличных денег и валюты на руках у населения, %	100	100	100	100	100	100
в том числе						
-Организованные сбережения (счета в банках, ценные бумаги), % к итогу	21.9	19.5	8.7	7.3	25.9	28.6
-Покупка валюты, % к итогу	62.7	74.9	84.6	82.0	59.9	50.9
-Наличные, % к итогу	15.4	5.6	6.7	10.7	14.3	20.5

В 90-е годы население предпочитало *иностранную валюту* (прежде всего, доллары США) в качестве средства сбережения, в этот актив вкладывалось 60-85% свободных денежных средств. На долю *организованных сбережений* приходилось *10-25%* свободных средств населения. По оценке, только *доли процента вкладывались в ценные бумаги*, остальные средства направлялись на банковские счета, прежде всего, в Сберегательный банк (около 80% организованных сбережений населения, из них примерно половина – пенсионные средства).<sup>312</sup>

*Развитие розничного инвестирования.* До 1998 г. розничное инвестирование в акции фактически отсутствовало. Вложения в этот сегмент фондового рынка осуществляла узкая группа предпринимателей, работая с портфелями размером в 0.05 – 1.0 млн. долл.

С введением в 1999 – 2000 гг. в Москве налоговых льгот для населения по доходам от сделок с ценными бумагами, созданием розничных фондовых центров, развитием интернет- технологий инвестирования и кредитования под залог ценных бумаг (маржинальное кредитование), впервые массовые операции с акциями начали совершать розничные инвесторы, относящиеся к среднему классу, осуществляя вложения в пределах 5-15 тыс. долл. Динамика развития этих операций характеризовалась выше данными *табл. 1.24*. Как уже

<sup>310</sup> Эксперт. – 2001, 16 июля 2001. - № 27 (287). – С. 33.

<sup>311</sup> Данные статистических приложений (балансы денежных доходов и расходов населения) к годовым отчетам Банка России за 1995, 1997 – 2000 гг.

<sup>312</sup> Основные направления единой государственной денежно – кредитной политики на 2001 год (Банк России, www.cbr.ru)

указывалось, число розничных инвесторов в Москве увеличилось за период со второго квартала 1999 г. по первый квартал 2001 г. в 4.8 раза, объем их операций вырос в 15.9 раз, что сопоставимо с ростом оборотов ММВБ (прежде всего, за счет акций РАО ЕЭС) в 9.9 раз. Связь ММВБ, акций РАО ЕЭС и быстрого роста операций московской розницы прослеживается.

Появлению новой группы инвесторов на российском рынке акций необходимо дать позитивную оценку. Вместе с тем их численность по-прежнему крайне невелика в сравнении с той розничной базой для инвестирования, которая могла бы дать реальную динамику роста капитализации рынка акций. Кроме того, эти инвесторы действуют преимущественно как *краткосрочные спекулянты*, что увеличивает рыночный риск и формирует высокую волатильность капитализации рынка акций. На рынке отсутствуют инструменты и торговые системы, созданные специально для розничных инвесторов.

#### ***Ограниченность ресурсов институциональных инвесторов.***

Перестали существовать как отрасль чековые инвестиционные фонды (в середине 90-х годов их было более 500). Вложения банков в акции на открытом рынке не превышали в октябре 2002 г. 1.2 млрд. долл.<sup>313</sup> Активы 386 пенсионных фондов составляют 1.5 млрд. долл.<sup>314</sup> Невелики несколько десятков созданных паевых инвестиционных фондов (58).<sup>315</sup> В июне 2002 г. их чистые активы составляли около 450 млн. долл.<sup>316</sup>

***Отсутствие классов институциональных инвесторов.*** Речь идет не об инвестиционных или пенсионных фондах, более известных в России. По многим причинам (диверсификация собственности, привлечение средств и особенности психологии внутренних инвесторов, стимулирование труда) в российских условиях было бы важным создание *инвестиционных* или, как их обычно называют, *компенсационных планов внутри предприятий*, в рамках внутрифирменных отношений. В частности, это могут быть *пенсионные планы* предприятий, за счет средств которых могут осуществляться вложения в собственные акции, *планы формирования собственности* персонала на акции компании (на основе создания внутрифирменного финансового фонда на эти цели

<sup>313</sup> Данные Бюллетеня банковской статистики (2000 г.), выпускаемого Банком России.

<sup>314</sup> Данные Министерства труда и социального развития РФ на начало июля 2002 г.

<sup>315</sup> Данные сервера раскрытия информации ФКЦБ на декабрь 2002 г.

<sup>316</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2002. – С.67.

(аналог ESOP), *планы бонусов, выплачиваемых менеджерам акциями*, и *опционные планы*, в которых менеджер получает экономическую выгоду в том случае, если курсовая стоимость акций поднимется, *планы компенсации фантомными акциями* (реально акции в собственность не переходят, но «владельцу» выплачиваются суммы, равные дивидендам и росту курсовой стоимости закрепленных за ним акций). Все эти формы инвестиций, которые еще предстоит создать в России, возможны только при разносторонней системе налоговых льгот. В России как стране контрольных пакетов лишь очень серьезные налоговые льготы могут создать стимулы для собственников предприятий к развитию планов участия своих работников и менеджеров в акционерных капиталах.

***Специфика инвесторов в РТС.*** РТС является рынком акций, рассчитанным по своей архитектуре преимущественно на иностранных инвесторов (более 65% рынка до кризиса 1998 г.), подавляющее большинство которых продолжают оставаться спекулятивными. Более 90% денежных расчетов в РТС проходит по счетам за рубежом, в долларах США, со свободным движением капиталов (неконтролируемое, в короткие сроки движение «горячих» денег). Денежные средства, формируемые приростом капитализации компаний по акциям, обращающимся в РТС, не пересекают границы России. РТС - оптовый рынок (см. выше *табл. 1.23*), средняя величина сделок не позволяет работать в РТС розничным инвесторам (в 2000 - 2001 гг. она составила 65-80 тыс. долл.).

При среднедневном объеме сделок в РТС 23 млн. долл. в 2000 г. и 15,3 млн. долл. в 2001 г. (данные РТС) даже небольшие блоки акций (2-3 млн. долл.) способны дестабилизировать рынок и вызвать его масштабные колебания (реализацию рыночного риска). Именно через РТС в 1997–1998 гг. приходили возмущающие колебания на рынок ГКО – ОФЗ (октябрь 1997 г., май – июнь 1998 г.), когда вывод средств иностранными инвесторами начинался прежде всего, с рынка РТС, а затем продолжался продажами на рынке ГКО – ОФЗ (35% этого рынка занимали иностранные инвесторы) с последующим выбросом рублей на рынок иностранной валюты и давлением на валютный курс рубля.

Архитектура РТС, акцент в ее деятельности на спекулятивных иностранных инвесторов остались в основных своих чертах неизменными после кризиса 1998 г., что, как и в 90-е годы, создает масштабный рыночный риск.

***Краткосрочный спекулятивный характер российского рынка акций, при крайне сильной зависимости от «горячих» денег иностранных инвесторов.*** Как указывалось выше, летом 1998 г. доля нерезидентов на организованном рынке акций составляла более 65%, на биржевом рынке государственных ценных бумаг - примерно 35%. В РТС денежные расчеты по акциям до и после кризиса, по оценке, на 95% совершаются в долларах США по банковским счетам за рубежом, что создает основу для стремительного движения «горячих» денег. По оценке, существует устойчивая группа из нескольких десятков иностранных профессиональных инвесторов, которые и до, и после кризиса занимают доминирующую роль на российском рынке акций.

В этой связи конъюнктура рынка в 90-е годы XX в. в значительной части зависела от «прихода» или «ухода» иностранных инвесторов на рынок. Именно потоки «горячих денег» нерезидентов определяли объем совершенных сделок с акциями и курсовую динамику. «Рост цен акций... может быть вызван практически единственной причиной – приходом на российский рынок иностранных инвесторов».<sup>317</sup> В момент кризиса 1998 г. – «рынок акций продолжает стремительно терять ликвидность из-за ухода с него последних нерезидентов».<sup>318</sup> В начале 2001 г. - «чем меньше надежда на приход иностранного капитала, тем ниже цена отечественных акций. Вероятность прихода западных инвестиций сейчас мала... поэтому при лучших за последние годы экономических показателях в нашей стране... цены на акции в конце 2000 г. были примерно в два раза ниже чем в начале».<sup>319</sup>

Возможны ***исторические аналогии***. Как писал И.И. Левин в 1916 г., «в 90-х годах валюта колебалась. Денежный рынок был в полной зависимости от Западной Европы. Весь подъем совершался на иностранные капиталы. Немудрено, что петроградская биржа была тихим подголоском западноевропейских бирж, в частности, берлинской, и не имела самостоятельного значения».<sup>320</sup>

Количественная зависимость конъюнктуры внутренних рынков от динамики инвестиций нерезидентов была показана выше (см. ***пункт 1.3***).

\* \* \*

***В итоге, указанные асимметрии, каждая в отдельности и все вместе взятые, формируют огромный рыночный риск, лежащий на российском рынке ценных бумаг.*** Олигополия, небольшой объем, отсутствие массового спроса

<sup>317</sup> Баранов А., Центр экономического анализа агентства «Интерфакс». Советы частному инвестору // Интерфакс-АиФ. – 1997. - №48.

<sup>318</sup> Финансовая Россия. – 1998. – 27 августа.

<sup>319</sup> Рябицкий Е. Поднимут ли фондовый рынок простые рецепты // Российская газета. – 2001. – 6 февраля ([www.rg.ru/business/rinky/236.shtml](http://www.rg.ru/business/rinky/236.shtml)).



и предложения, сверхконцентрации, прозрачность рынка для потоков «горячих» денег, спекулятивная ориентация иностранных инвесторов, которые доминируют на рынке, зависимость внутреннего рынка от внешних рынков депозитарных расписок - всё это создает крайне неустойчивую, даже в физическом смысле, систему, основу для очень высокой ее волатильности.

---

<sup>320</sup> Левин И.И. Рост Петроградской фондовой биржи // Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковской Энциклопедии. – 1913.- С. 233.

### ***3. Российский рынок ценных бумаг в кратко- и среднесрочной перспективе: воздействие фундаментальных факторов***

#### **3.1. Прогнозная модель российского фондового рынка**

Анализ, проведенный выше, дает возможность определиться с теми фундаментальными составляющими российского рынка ценных бумаг, которые в существенной мере определяют, *какой будет модель российского рынка ценных бумаг* в кратко- и среднесрочной перспективе.

#### ***Сценарии развития фондового рынка***

Эти сценарии зависят от политического и социально-экономического выбора, который будет сделан страной в среднесрочной перспективе. *Возврат к директивной экономике* (см. пункт 2.1) означал бы постепенное сжатие и прекращение самого существования фондового рынка.<sup>321</sup> *Политика изоляционизма* в России и создание *фундаменталистской экономики* вели бы к тому, что фондовый рынок продолжал бы существовать, но в крайне ограниченных объемах и в провинциальных формах (высокая доля государства, ограниченный набор финансовых продуктов, неразвитость финансовых посредников и инфраструктуры рынка, отсутствие массового инвестора). Он не выполнял бы своей основной задачи по привлечению капиталов для инвестиций.

*Политический вектор развития общества* в конце 90-х – 2001 гг. указывает на то, что усиление государственного интервенционизма в экономике, ее бóльшая закрытость (в валютной сфере после кризиса 1998 г., в структуре собственности), попытки опоры на национальный капитал и, прежде всего, на внутренние инвестиции будут сочетаться (в зависимости от того, насколько позитивным будет финансовое положение страны) с масштабными и даже расширяющимися либеральными вкраплениями, в частности, в области налогов, иностранных инвестиций и финансовых рынков, попытками валютной либерализации. Неустойчивой останется политическая система, не прояснена до конца ее

---

<sup>321</sup> Варианты политических и макроэкономических сценариев, которые рассматривались в исследовании, проведенном Отделением экономики РАН в 1999 г.: «правый авторитарный режим», центристский режим, левоцентризм, «левая диктатура». См.: Системные проблемы России. Путь в XXI век. Стратегические проблемы и перспективы российской экономики / Отделение экономики Российской академии наук. – М.: Экономика, 1999. – С.537 – 553.

рыночная ориентация в связи с тем, что социал-демократия европейского толка не смогла занять в 90-е годы левый фланг политических сил. Отдельные массовые партии, ставшие к 2002 г. системными элементами политической структуры России, ориентируются в своих действующих программах на модели экономики, объективно ограничивающие акционерную собственность и развитие рынка ценных бумаг, на национализацию тех компаний, акции которых сейчас составляют (и будут составлять) ядро российского фондового рынка.

***Вставка***

Программа КПРФ определяет в качестве целей доминирование общественных форм собственности на средства производства, их господство в экономике, взятие под контроль государства «имущества, присвоенного вопреки общественным интересам», прекращение «насаждения индивидуализма», введение - вместо действующего порядка регулирования – «государственного контроля за деятельностью коммерческих банков и других кредитно-финансовых учреждений, различных фондов». Программа декларирует негативное отношение к классу «стратегических собственников», «банковско-спекулятивному капиталу» и «экспортно-сырьевому капиталу». Экономическая программа КПРФ содержит тезис о передаче в государственную собственность ключевых доходобразующих и стратегических отраслей и предприятий, о введении государственной монополии внешней торговли на товары стратегического назначения, в том числе на сырье, дефицитные виды продовольствия и другие предметы потребления.

Программа ЛДПР исходит из того, что «государство должно управлять экономическими процессами в стране», «должен быть воссоздан мощный государственный сектор экономики», должны быть усилены «функции государственного контроля». По мнению авторов программы, «государственный сектор должен включать в себя преимущественно предприятия... топливно-энергетического комплекса, транспорта и связи, металлургической промышленности и тяжелого машиностроения, а также добывающих отраслей стратегического характера». Программа предлагает национализацию «тех предприятий и других хозяйственных структур, которые не могут эффективно функционировать в частном секторе», ужесточение контроля за деятельностью приватизированных предприятий, введение монополии внешней торговли сырьем и энергоносителями.

Источник: программы партий, размещенные в Интернете на официальных сайтах КПРФ ([www.kprf.ru](http://www.kprf.ru)), ЛДПР ([www.ldpr.ru](http://www.ldpr.ru)) (по состоянию на январь 2002 г.).

Соответственно, в 2002 – 2010 гг. ***политические и экономические модели общества*** будут с высокой вероятностью находиться в России ***в острой борьбе***, создавая эклектичную основу для развития финансового рынка. В этой

связи объем, структура и текущая конъюнктура российского рынка ценных бумаг будут в полной мере определяться тем *смешением моделей экономического устройства*, которое на долгие годы будет составлять основу российского хозяйства. *Преобладание директивной, фундаменталистской или либеральной экономики* определит, будет ли российский фондовый рынок *угасать*, станет ли он *провинциальным* или будет *возрожден* в качестве развитого рынка индустриальной страны. *Рынок мозаичный и эклектичный*, рынок, как зеркало отражающий борьбу различных политических тенденций в обществе, рынок с огромным диапазоном колебаний - таким будет российский фондовый рынок в 2002 - 2005 гг.

### ***Традиционные ценности населения и будущее фондового рынка России***

Приведенные материалы (см. пункт 2.1.2), демонстрирующие влияние традиционных ценностей населения на то, какими складываются рынки ценных бумаг, позволяют понять, что без анализа модели экономического поведения российского населения невозможен прогноз будущего фондового рынка в России.

Безусловно, этот анализ требует усилий многих исследователей, и не только экономистов, но и специалистов в области социологии, культуры, истории, психологии, религии. Попытки выяснения «цивилизационной принадлежности» России и особенностей поведенческого склада ее населения были многочисленными в 90-е годы. Поэтому анализ, приведенный ниже, носит самый приблизительный характер, дает лишь общее направление для размышлений.

Рассматриваемый вопрос является сложным и деликатным, как и любые попытки рассмотреть традиционные ценности любого народа. Этот анализ не может и не имеет права приводить к выводам о том, что та или иная группа людей «лучше», «хуже», «более современна» и т.д. Этот анализ упрощает действительность, так как - если говорить о России- в стране существенна доля исламского населения, что- по мере удаления от советского времени- может приводить к нарастанию особенностей в экономическом поведении этой группы российского населения. На интересы и традиции российского населения наложил отпечаток индустриальный характер общества в 30- 80-х годах. В Москве,

Санкт-Петербурге и крупнейших городах более высока в сравнении со страной в целом -концентрация населения, обладающего высокой активностью, способного принимать на себя более высокие риски, нацеленного на рост доходов. В конце концов, Россия- страна многих народов, и существование общих традиционных ценностей еще нужно доказывать.

*Историческая традиция*, по очень осторожной оценке, складывается таким образом, что *традиционные ценности российского населения*, по меньшей мере *терминологически, близки* к тем, которые составляют *особенности германского или японского населения*: меньшие индивидуализм и личная активность, стремление к социальной опеке, иерархичность, незначительная трудовая мобильность, меньшие уровни принимаемого риска (что обусловлено долгим подавлением личных свобод и исторически жесткой конструкцией российского государства).<sup>322</sup>

«Традиции полицейского государства и предрассудки кругов общества... сильнейшим образом тормозят развитие русского биржевого дела... И поныне царит взгляд, что биржа есть институт опасный и злостный, который нужно держать в ежовых рукавицах, с одной стороны, охраняя государственный кредит от злонамеренных посягательств на курсы фондов, с другой,- тщательно оберегая обывательских карасей от биржевых щук и акул, заботливо преграждая им, не доросшим до понимания собственных интересов, доступ в запретное капище золотого тельца. Обычная психология среды, в которой сильны традиции власти, привыкшей опекать незрелых граждан... где обыватели, устранные от всякого опыта общественной и политической жизни, действительно, до крайности малокультурны; среды, наконец, где в столице централизуется множество «бешеных» денег и..элементов, в периоды ажиотажа накидывающихся на легкую беструдовую поживу...».<sup>323</sup>

---

<sup>322</sup>Точка зрения Н.Бердяева на исторические особенности поведения российского населения в начале XX века (Бердяев Н. Судьба России. - М.: Советский писатель, 1990.- 346 с.): «Россия - самая государственная и самая бюрократическая страна в мире... Русский народ создал могущественнейшее в мире государство... Интересы созидания... и охранения огромного государства занимают совершенно исключительное и подавляющее место в русской истории. Почти не оставалось сил у русского народа для свободной творческой жизни. Классы и сословия слабо были развиты и не играли той роли, какую играли в истории западных стран. Личность была придавлена огромными размерами государства, предъявлявшего непосильные требования... Невозможна была свободная игра творческих сил человека» (статья «Душа России», С. 13-14). «Все наши сословия... не хотят и не любят восхождения; все предпочитают оставаться в низинах, на равнине, быть «как все». Везде личность подавлена в... коллективе. Почвенные слои наши лишены правосознания... не хотят самостоятельности и активности, всегда полагаются на то, что другие все за них сделают» (С. 21). «Всегда было слабо у русских сознание личных прав...» (С.68).

<sup>323</sup> Банковская энциклопедия. Том II. Биржа / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковской Энциклопедии. – 1913.- С. X – XI.

*Последние 85 лет.* Огромные людские потери в последние 85 лет (во время войны наиболее велики потери молодых поколений), несколько волн эмиграции (покидает страну активная, принимающая самые высокие риски часть населения), подавление инициативы и чрезмерное напряжение сил в советский период привели к дальнейшему ослаблению человеческого потенциала страны, к сужению, по оценке, той доли активных и квалифицированных людей, которым присущи частная инициатива и конкурентность.

К тому же результату вели огромное огосударствление экономики и социальной сферы, концепция «заботы государства о людях», отсутствие базы для экономической и, как следствие, личной самостоятельности (невозможность личной собственности на землю, на недвижимость и основные средства; ограниченность личных доходов и финансовых ресурсов, которые могли бы находиться в собственности; потеря семьями накопленного имущества, происходившая каждые 25-30 лет; ограничение мобильности трудовых ресурсов).

Следствием стало стремление к социальной опеке, зависимость от государства. В соответствии со всероссийским опросом, проведенным в разгар финансового кризиса (что, возможно, повлияло на результаты),<sup>324</sup> 76% респондентов считали, что необходимо национализировать крупнейшие промышленные компании, 77% - хотели бы установить правительственный контроль над ценами, 58% - предлагали национализацию коммерческих банков. В соответствии с социологическим опросом группы monitoring.ru, проведенным в 2000-2001 гг. на всей территории России,<sup>325</sup> 71% респондентов считало, что государство должно в большей мере управлять страной (С. 322 отчета), 44% - государство должно обеспечивать всех жилой площадью, 35% - нуждающихся (С. 66 отчета). 73% респондентов относятся отрицательно к системе платного образования в России (С. 67 отчета). 44% опрошенных считают, что реформы необходимо было проводить только при социальной защите населения, 26% - что необходим возврат к социализму (С. 324 отчета). По мнению 42% опрошенных, «нашему народу всегда нужна «сильная рука», 30% - что в данный момент времени необходимо сосредоточение власти в одних руках (С. 78 отчета). 58% респондентов отнеслись бы положительно к пересмотру итогов приватизации, 63% - к возвращению в государственную собственность отдельных частных компаний (С. 340 отчета). Опрос охватывал 1600 – 3000 респондентов, относящихся к основным социальным и возрастным группам населения, до 220 городов и сельских населенных пунктов, расположенных во всех федеральных округах и экономико-географических районах (С. 576-578). В итоге, *население в*

---

<sup>324</sup> Независимая газета. 25.11.98 (2000 респондентов).

*значительной своей части* может принимать только *достаточно низкие уровни риска*, в существенной мере надеется на государство в решении своих проблем, ослаблена частная инициатива. Экономическая самостоятельность и свобода являются меньшей ценностью, чем стабильность, хотя бы и на более низком уровне потребления. Российская экономика продолжает носить в основном неинновационный характер. Другой результат - низкое качество управления, плохой макроэкономический менеджмент, его ненацеленность в 90-е годы на экономический рост.

**Влияние на фондовый рынок.** Эти черты массового инвестора должны создавать узкую базу для инвестирования в ценные бумаги, прежде всего в акции, способствовать тому, чтобы в среднесрочной перспективе в России формировался капитализм «держателей крупных пакетов» (см. *пункт 2.1.3*), чтобы финансовый рынок имел преимущественно долговой характер и ограниченную ликвидность в переводе прав собственности. Неустойчивость в выборе обществом политической и экономической модели, нестабильность политической системы (отсутствует представительная социал-демократия, что делает решающим каждый 4-летний выборный цикл), разделенность населения по идеологии (о чем свидетельствуют результаты социологических исследований) создают основу для *неустойчивости социально-экономической жизни* в стране в ближайшие 10 лет. Она будет в среднесрочной перспективе постоянно снижать объем прямых и портфельных иностранных инвестиций, поступающие в Россию (об их взаимосвязи со стабильностью в обществе мы говорили выше - см. *пункт 2.1.1*)

**Влияние религиозных традиций.** В *пункте 2.1.2* рассматривалось влияние религиозной традиции на финансовые рынки («протестантский капитализм», исламские финансы и т.п.). Особой темой для специальных междисциплинарных исследований (выходящих за рамки настоящей работы) должно стать влияние православия на экономическое и, в частности, финансовое поведение населения. Эта тема открыта для исследования.

Важно оценить воздействие экономической доктрины этой ветви христианства (в той мере, в какой доктрина существует) на стремление массового

---

<sup>325</sup> Общественное мнение России 2001 (Отчет о результатах исследований группы monitoring.ru в 2000 – 2001 гг.) / Под ред. Милехина А.В., Попова Н.П. – Март 2001. - 583 с.



инвестора к принятию рисков, к прибыльности, к частной инициативе в предпринимательстве и на финансовых рынках. Усиление идеологической роли православия в России, формирование массового религиозного сознания в существенной мере определит и экономическое поведение населения. В соответствии с опросом фонда «Общественное мнение» (май 1999 г.) 55% россиян считают себя верующими православными христианами.<sup>326</sup>

Экономическая доктрина православия еще не устоялась. Дискуссии охватывают весь спектр позиций – от крайнего либерализма, от взвешенного поиска православных концепций, позволяющих развивать социальную рыночную экономику, до рассмотрения в качестве православных моделей хозяйствования, ограничивающих рыночные начала, частную собственность и, как следствие, развитие финансового рынка и обращение ценных бумаг.<sup>327</sup>

Вместе с тем постепенно складывается целостная система взглядов современного православия, которая, устанавливая жизненные цели человека, формирует его экономическое миропонимание, определяет пределы его экономической активности. «Подлинная свобода человека - только в открытости его своей собственной глубине, в освобождении от власти греха, от пленения вещами и страстями, от частного, затмевающего целое и лишаящего жизнь настоящего смысла. От идеологии общества потребления, ориентированного на удовлетворение постоянно растущих потребностей, для нас жизненно важно перейти к нравственным и аскетичным общественным идеалам».<sup>328</sup> «Надобно со вниманием отнестись к нашей исторической духовной традиции... Она безусловно предпочитает вечное – временному, скромность – роскоши, нравственную кра-

<sup>326</sup> Данные опроса опубликованы на сайте в Интернете [www.state-religion.ru](http://www.state-religion.ru).

<sup>327</sup> Так, М.И.Гельвановский (Институт национального развития РАН) в докладе «Возможна ли христианская экономика?» считает, что «общественное устройство будет справедливым и прочным, если в нем будут гармонично сочетаться коллективное и индивидуальное начала. Коллективное, выражающее справедливость распределение всеобщего блага и индивидуализм, основанный на свободном отказе от части своего богатства в пользу немощных и малоимущих (милосердие)... Преодолевая экономизм и воцерковляясь, Россия имеет шанс построить национальное хозяйство на принципах христианства, подавая миру пример служения Истине...» (Материалы научно – богословской конференции «Христианские начала экономической этики» (октябрь 2000 г.), опубликованные на сайте в Интернете [www.sobor.ru](http://www.sobor.ru)). По оценке Н.В. Сомина (Православный Свято-Тихоновский Богословский Институт), часть христиан «хорошо видит безблагодатность современной рыночной экономики и все негативные стороны частной собственности... Частная собственность - порождение падшей природы человека... Такие православные с большим сочувствием относятся к экономическим реалиям дореволюционной России, особенно отмечая русскую общину и артель... Эти христиане ближе к истине». «Христианину возбраняется дача денег в рост. Значит, банковская деятельность христианину как бы запрещена... Православный предприниматель должен заниматься реальной деятельностью по производству товаров и услуг, а не спекулировать деньгами и ценными бумагами» (Алексей Волобаев. Как выжить православному предпринимателю в современном бизнесе. М.: Издательство православного братства Святителя Филарета Митрополита Московского, 1997. - С. 87) (цит. по выступлению на конференции «Христианские начала экономической этики» В.Кандалинцева, Институт востоковедения Российской академии наук).

<sup>328</sup> Святейший Патриарх Московский и всея Руси Алексий II. Уходящий век: итоги и надежды. // Вопросы экономики. – 2000. - № 12. – С. 11.

соту – деловому успеху, человеческое братство – культу самореализации».<sup>329</sup> «Чувство евангельской правды и справедливости, твердая убежденность в превосходстве духовного над плотским, небесного над земным, соборности над индивидуализмом, единства над разобщенностью – все эти качества, исконно присущие русским православным христианам, могут быть востребованы человечеством XXI века. Традиция аскетического самоограничения, ничуть не роняющего достоинства человеческой личности, но возводящего его на высший уровень, способна стать спасательным кругом в губительном водовороте глобального потребительства».<sup>330</sup>

В 2000 г. впервые Русская Православная Церковь приняла документ, в котором определила свою позицию по ряду фундаментальных вопросов в области экономики - «Основы социальной концепции Русской Православной Церкви» (приняты на Юбилейном Архиерейском Соборе, 13 – 16 августа 2000 г.). Этот документ, определяя позитивное отношение православия к основным институтам рыночной экономики и признавая многообразие форм собственности, вместе с тем постоянно подчеркивает примат духовного над материальным в экономической жизни общества, в труде человека, необходимость самоограничения, имея в виду, вероятно, еще и полемику с моделью «протестантского капитализма», с «обществом потребления», с экономикой, основанной на максимизации прибыли.

**Раздел VII Основ социальной концепции РПЦ «Собственность»:** «Церковь предостерегает от чрезмерного увлечения материальными благами, осуждая тех, кто обольщается "заботами, богатством и наслаждениями житейскими" (Лк. 8.14). В позиции Православной Церкви по отношению к собственности нет ни игнорирования материальных потребностей, ни противоположной крайности, превозносящей устремление людей к достижению материальных благ как высшей цели и ценности бытия. Имущественное положение человека само по себе не может рассматриваться как свидетельство о том, угоден или негоден он Богу. Отношение православного христианина к собственности должно основываться на евангельском принципе любви к ближнему, выраженному в словах Спасителя: "Заповедь новую даю вам, да любите друг друга" (Ин. 13. 34). Эта заповедь является основой нравственного поведения христиан. Она должна служить для них и, с точки зрения Церкви, для остальных людей императивом в сфере регулирования межчеловеческих отношений, включая имущественные... Материальные блага не могут

---

<sup>329</sup> Там же, С. 15.

<sup>330</sup> Там же, С. 17.

сделать человека счастливым... Церковь призывает христианина воспринимать собственность как дар Божий, данный для использования во благо себе и ближним».

**Раздел VI Основ «Труд и его плоды».** «Совершенствование орудий и методов труда, его профессиональное разделение и переход от простых его форм к более сложным способствуют улучшению материальных условий жизни человека. Однако обольщение достижениями цивилизации удаляет людей от Творца, ведет к мнимому торжеству рассудка, стремящегося обустроить земную жизнь без Бога... С христианской точки зрения труд сам по себе не является безусловной ценностью. Он становится благословенным, когда являет собой соработничество Господу и способствует исполнению Его замысла о мире и человеке. Однако труд не богоугоден, если он направлен на служение эгоистическим интересам личности или человеческих сообществ... Священное Писание свидетельствует о двух нравственных побуждениях к труду: трудиться, чтобы питаться самому, никого не отягощая, и трудиться, чтобы подавать нуждающемуся... Церковь всегда выступает в защиту безгласных и бессильных. Поэтому она призывает общество к справедливому распределению продуктов труда... Духовное благополучие и самосохранение общества возможны лишь в том случае, если обеспечение жизни, здоровья и минимального благосостояния всех граждан считается безусловным приоритетом при распределении материальных средств».

Приведенные тексты находятся в контексте социальной рыночной экономики, хотя, с другой стороны, они могут быть использованы и для обоснования аскетизма и этики труда, не подчиненного интересам получения прибыли, а также защиты распределительных моделей хозяйства, в которых нет места финансовому рынку и «корыстным интересам», основанным на обращении ценных бумаг и других финансовых инструментов.<sup>331</sup> Важно также то, что Русская Православная Церковь в «Основах социальной концепции» дала резко отрицательную оценку спекуляции на финансовых рынках (без спекуляции ликвидности рынков не существует) и призвала к всестороннему контролю государства за финансовым сектором экономики.

## **Раздел XVI Основ социальной концепции РПЦ «Международные отношения. Проблемы**

---

<sup>331</sup> Например, в своем выступлении на научно – богословской конференции «Христианские начала экономической этики» (октябрь 2000 г.) О.В.Шведов, член Синодальной рабочей группы по выработке «Основных начал социальной концепции Русской Православной Церкви», высказывал мнение о том, что «особое идеологическое предпочтение труда как высшей ценности... базируется на протестантской этике... когда вера в спасительную благодать Духа Святого была подменена уверенностью в том, что материальное процветание может быть знаком и свидетельством того, что жизнь твоя угодна Богу и спасение тебе на небесах уготовано. Богатство стало показателем того, что деятельность трудящегося угодна Богу и что вечная жизнь на небесах ему обеспечена. Общечеловеческое понимание труда как скорбной тяготы и идеологизированное приукрашивание его самодостаточности и ценности - это две крайности социальных воззрений предъявляют свои права на душу современного христианина... Первое, выражаемое в контексте божественного откровения, - непререкаемо и вся человеческая история свидетельствует об его истинности...» (распространено на сайте в Интернете [www.sobor.ru](http://www.sobor.ru)).

**глобализации и секуляризации**». «Церковь не может не беспокоить и практика финансовых спекуляций, стирающая зависимость доходов от затраченного труда... В целом подобные изменения в экономике приводят к утрате приоритета труда и человека над капиталом и средствами производства... Церковь ставит вопрос о всестороннем контроле за... процессами, происходящими в финансовом секторе экономики. Такой контроль, целью которого должно стать подчинение любой предпринимательской и финансовой деятельности интересам человека и народа, должен осуществляться через использование всех механизмов, доступных обществу и государству».

Высказанная позиция может, с одной стороны, рассматриваться в контексте необходимой полноты регулирования финансового рынка, но с другой - трактоваться таким образом, чтобы создать фон для огосударствления финансового рынка, сужения сферы его деятельности, всё большей замены рынка директивным распределением денежных ресурсов. В итоге, можно прогнозировать, что православие будет очень сдержанно относиться к развитию фондового рынка и к деятельности розничных инвесторов на этом рынке, в центре которой неизбежно находится максимизация прибыли.

Коммерческий интерес, принятие на себя рисков в целях получения финансовой выгоды, доходность и рост личного потребления как ключевая задача инвестора являются объектами критики православия. Частью религиозного сознания будет подчиненность предпринимательской деятельности, экономического (финансового, собственного) интереса духовному началу, каким его понимает православие, их второстепенность в сравнении с более насущными задачами духовной жизни и служения обществу / государству. Цель труда более косвенно, чем в протестантизме, связана с ростом личного благосостояния: «Трудиться, чтобы питаться самому, никого не отягощая, и трудиться, чтобы подавать нуждающемуся» (раздел VI Основ социальной концепции РПЦ).

Кроме того, церковь, признавая корпоративную и частную собственность, не отдает ей предпочтения перед государственной и общественной (раздел VII.3 Основ социальной концепции РПЦ), хотя именно частная собственность является основой рыночной экономики и, в частности, формирования акционерных капиталов за счет массового размещения акций среди населения.

Одним из центральных пунктов православной критики будет спекулятивная деятельность на фондовом рынке как не имеющая этических оснований,

и, соответственно, получение прибыли от роста курсовой стоимости ценных бумаг и операций с производными (без чего рынки существовать не могут).

**Влияние исламских традиций.** Высока вероятность того, что в финансовом секторе России будет расти роль исламских концепций организации финансового и банковского дела (см. *пункт 2.1.2*). В соответствии с государственным реестром в России зарегистрировано на 1 января 2001 г. 3048 религиозных организаций ислама, что составляет 27.9% численности религиозных организаций Русской Православной Церкви.<sup>332</sup> По оценке, от 5 до 10% населения России исповедуют ислам или придерживаются исламских традиций.<sup>333</sup> «В регионах традиционного возрождения ислама и мусульманской диаспоре на Западе интерес к исламским экономическим принципам в начале 70-х годов стал составной частью национального возрождения... Для российских мусульман, которые, по известным данным, составляют одну седьмую часть населения страны, вопрос о тех или иных формах применения упомянутых принципов постепенно приобретает практические очертания».<sup>334</sup> В Татарстане в конце 2000 г. принято решение о создании первого в России исламского банка, действующего, как указано в информационном сообщении, «по законам шариата», при участии в капитале Исламского банка реконструкции и развития.<sup>335</sup>

**Исламизация** в среднесрочной перспективе *части фондового рынка* России будет означать сужение сегмента долговых ценных бумаг, производных инструментов, снижение краткосрочной спекулятивной активности, большее распространение финансовых инструментов, связанных с долевым участием в прибылях (скорее, в форме инвестиционных фондов, «сертификатов участия», нежели прямых инвестиций в акции, что размывало бы собственность крупных акционеров).

### ***Структура собственности в России и модель рыночной экономики***

<sup>332</sup> Сведения о религиозных организациях, зарегистрированных в Российской Федерации по данным Государственного реестра на 1 января 2001 г., опубликованы Департаментом по делам общественных и религиозных объединений Министерства юстиции РФ на сайте [www.rlinfo.ru](http://www.rlinfo.ru).

<sup>333</sup> Данные опроса группы [monitoring.ru](http://monitoring.ru) от 5.01.2001 и статья Мухаметшина Ф.М., Дубкова А.А. «Мусульманские организации в Российской Федерации» размещены на сайте в Интернете [www.state-religion.ru](http://www.state-religion.ru).

<sup>334</sup> Журавлев А.Ю. Ислам и экономика // Независимая газета. – 2001. – 26 июня. – № 11 (70).

<sup>335</sup> Сообщение «Татар – информ» от 4 декабря 2000 г., размещенное на официальном сервере Республики Татарстан [www.tatar.ru](http://www.tatar.ru).

Как следует из предыдущего анализа (см. пункты 2.1.3 и 2.1.4), тенденцию к созданию в России оптовой структуры собственности, основанной на доминировании крупных корпоративных, а в дальнейшем и фамильных собственников, вместо более раздробленной и розничной англо-саксонской модели, *нельзя считать чисто российским явлением*. Эта тенденция свойственна *большинству стран*, прежде *всего странам с переходными или развивающимися экономиками*. Логика перехода к рынку - в стране, в которой население было лишено частной собственности в течение двух-четырех поколений и в которой существовала высокая концентрация производства, приводит к быстрому сосредоточению капиталов в руках немногих собственников, к постоянному нарастанию доли контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов. *Ни одна переходная экономика не создала в 90-е годы англо-саксонскую модель*. Эти экономики проходили через стадию расширенного государственного вмешательства, формирования контрольных пакетов в структуре акционерных капиталов, отделения основной массы населения от собственности.

*Произошло это и в России*. В стране сформировалась (см. табл. 3.1) структура акционерного капитала, в которой значительную и постоянно растущую долю занимают контрольные или крупные пакеты акций.

Таблица 3.1\*

**Структура акционерного капитала по выборке российских предприятий**

Страна	Доля отдельных групп собственников в акционерных капиталах, %											
	Менеджеры		Персонал		Государство		Внешние отечественные инвесторы		Внешние иностранные инвесторы		Физические лица (не явл. персоналом)	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Россия	25.4	36.3	26.0	23.3	23.5	14.7	23.4	21.5	1.6	3.8	0.1	0.4

\* Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. - Wash.: World Bank. - Policy Research Working Paper 2047. - 1999 - 24 p. (На примере 682 российских предприятий, относящихся к 8 основным отраслям промышленности из 6 российских регионов, включая Москву и Екатеринбург).

По мнению А. Радыгина,<sup>336</sup> подтверждаемому статистическими наблюдениями за структурой собственности в России, основными тенденциями в структуре российского акционерного капитала, являются: *а)* сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 гг.; *б)* стабилизация или рост доли администрации (менеджмента), хотя можно предположить, что часть

<sup>336</sup> Радыгин А. Собственность и контроль в российской промышленности. - М.: Материалы Конференции «Корпоративное управление в России» (Москва, 31 мая- 2 июня 1999 г.), организованной ОЭСР, Агентством США по международному развитию, Мировым банком.

акций, полученных менеджерами, была «переведена» в другие компании (аффилированные лица. - Я.М.); **в)** значительное увеличение доли внешних крупных инвесторов; **з)** стабилизация или сокращение доли мелких внешних инвесторов (физических лиц); **д)** последовательное сокращение доли государства.

Исследования структуры собственности в России, предпринятые в 1999 – 2001 гг. на основе опросов, хотя и дают различные результаты в отношении размеров и динамики долей тех или иных конкретных групп акционеров, указывают на продолжающуюся концентрацию акционерного капитала, снижение участия в собственности персонала предприятий и (при отсутствии массовых эмиссий и диверсифицированных публичных рынков акций) сторонних мелких инвесторов. По оценке Р.Капелюшников, доля менеджеров в акционерных капиталах выросла с 11.2% в 1995 г. до 21.0% в 2001 г., доля сторонних физических лиц с 10.9 до 19.1% при снижении участия работников предприятий с 43.6 до 27.2%.<sup>337</sup> По данным Т.Долгопятовой, доля менеджеров в акционерных капиталах выросла с 7.8% в 1995 г. до 9.5% в 2000 г. (прогноз), доля сторонних физических лиц с 13.5 до 19.0% при снижении участия работников предприятий с 42.0 до 29.8%. При этом отмечается, что «удельный вес инсайдерской собственности занижен, так как часть внешних собственников аффилирована с руководством предприятий. *Фактически принадлежащий инсайдерам акционерный капитал, по косвенным оценкам, составляет в среднем не менее половины*» (курсив – Авт.).<sup>338</sup> Существенное снижение доли инсайдеров (работников) и рост доли внешних акционеров, по мнению А.Радыгина, связаны «либо с прямым переходом акций к внешним акционерам (продажа или изъятие за долги), либо с расширением практики неформального контроля со стороны менеджеров (перевод имеющихся или оформление скупленных акций на аффилированные структуры)».<sup>339</sup>

По оценке, *не менее 60-70% акционерных капиталов в России собрано в крупные или контрольные пакеты*. Доля контролирующих акционеров растет или по меньшей мере не снижается. Анализ выборки из *40 предприятий*,

---

<sup>337</sup> Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности. // Вопросы экономики. – 2001. - №12. – С.104.

<sup>338</sup> Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности. // Вопросы экономики. – 2001. - №5. – С.47.

<sup>339</sup> Радыгин А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе. // Вопросы экономики. – 2001. - №5. – С.27.



проведенный на основе базы данных раскрытия информации РТС «СКРИН» (см. *приложение 12*), дал следующие результаты (см. *табл. 3.2*).

*Таблица 3.2*

**Размеры участия крупных собственников в акционерных капиталах российских предприятий**

Предприятий - всего, %	Доля в капиталах предприятий акционеров, являющихся собственниками или номинальными держателями более 5% акционерного капитала, %							
	15-20%	> 20-30%	> 30-40%	> 40- < 50%	50-60%	> 60-70%	> 70-80%	> 80-100%
100	7.5	7.5	7.5	7.5	30.0	10.0	17.5	12.5

В 70% рассмотренных предприятий доля крупных акционеров, составляла 50-100% в акционерном капитале. При этом в 80% предприятий (см. *приложение 12*) собственность была сосредоточена у одного-трех акционеров или номинальных держателей (которые реально, представляя интересы собственников на собраниях акционеров, способны влиять на структуру корпоративного контроля и принимаемые менеджментом решения).

Характерные данные, свидетельствующие об уровне концентрации собственности, приводит Т.Долгопятова в следующей таблице (см. *табл. 3.3*).<sup>340</sup>

*Таблица 3.3*

**Показатели уровня концентрации собственности по сопоставимому кругу АО**

	Число ответивших	Доля в акционерном капитале, %					
		1995		1998		2000 (прогноз)	
		Средняя	Медиана	Средняя	Медиана	Средняя	Медиана
Крупнейший акционер	213	26.2	22.0	27.6	23.0	28.8	24.2
Три самых крупных акционера	213	40.4	40.0	44.5	44.4	46.5	46.3

В результате высокой концентрации собственности на рынке обращается лишь незначительная часть акционерных капиталов, структура спроса и предложения на рынке акций является оптовой, население отделено от организованных рынков акций. *Природа российской экономики* как «*stakeholder capitalism*» остается неизменной. При этом необходимо учитывать, что и раскрытие информации эмитентами (ФКЦБ России, НАУФОР), и публикуемые данные опросов<sup>341</sup> дают лишь частичное представление о степени концентрации собственности и корпоративного контроля в России. Их реальная структура известна только самим собственникам (широкое использование оффшорных ком-

<sup>340</sup> Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности. // Вопросы экономики. – 2001. - №5. – С.47.

<sup>341</sup> Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М.: Институт экономических проблем переходного периода, 1999. – С. 65 – 67.

паний и номинальных держателей) и доверенным финансовым консультантам. Например, ежеквартальные отчеты эмитентов, раскрытые в системе «СКРИН» РТС, содержат следующие данные о структуре капитала по группе металлургических предприятий (см. *табл. 3.4*). Широкое использование оффшорных компаний указывает, по экспертной оценке, на то, что концентрация собственности и корпоративного контроля в России в значительной мере выше, чем это следует из официально публикуемых данных.

Процесс концентрации собственности выражается и в сосредоточении части акций (прежде всего, крупнейших предприятий) у номинальных держателей. В рассмотренной выше выборке (см. *табл. 3.2*) 37.5% предприятий имели от 1 до 4 номинальных держателей с закрепленными за ними от 10 до 50% акционерного капитала (в среднем – 28.6%). Например, если номинальное держание осуществляется для выпуска депозитарных расписок под депонированные у держателя акции, то, как отмечает ФКЦБ России, «большинство депозитных соглашений, заключаемых между российскими эмитентами, банками – депозитариями и держателями расписок, содержит положение, предусматривающее право банка – депозитария выдать представителям менеджмента эмитента доверенность на голосование в отношении акций, являющихся базисным активом американских депозитарных расписок, если их держатели не воспользовались своим правом голоса на общем собрании акционеров... Такое положение приводит к серьезным проблемам, поскольку зачастую пакет акций, депонированных под выпуск АДР, составляет значительную долю в уставном капитале, и реализация права голоса по ним может существенно повлиять на исход голосования на общем собрании акционеров».<sup>342</sup>

*Таблица 3.4\**

***Участие оффшорных компаний в акционерных капиталах по выборке металлургических предприятий***

Эмитенты	Период	Участие оффшорных компаний в акционерном капитале эмитента
ОАО «Мценский алюминий»	1 кв. 2001 г.	6 оффшорных компаний являются собственниками 100% акционерного капитала
ОАО «Пикалевское объединение «Глинозем»	1 кв. 2001 г.	2 иностранные компании с оффшорными владельцами являются собственниками 63.79% акционерного капитала
ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат» (НЛМК)	1 кв. 2001 г.	6 оффшорных компаний являются собственниками 46.41% акционерного капитала
ОАО «Челябинский металлургический комбинат»	1 кв. 2000 г.	3 оффшорные компании являются собственниками 45.7% акционерного капитала

\*Рассчитано по данным НАУФОР ([www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)).

Еще одно свидетельство высокой концентрации собственности в России – ***высокая премия за голос акционера***, соответствующая уровню указанной премии, сложившейся в рамках германской модели “stakeholder capitalism” (в

<sup>342</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 65.

странах “shareholder capitalism” в связи с распыленностью акционерных капиталов премия за голос значительно меньше) (см. *пункт 2.1.3*). Впервые на этот факт в отечественной литературе обратил внимание С.Лосев, определяя премию за голос акционера “как процентное отношение разницы между ценой обыкновенной акции и привилегированной акции одинакового номинала к цене обыкновенной акции” и оценивая на примере РАО ЕЭС и НК “Лукойл”, величину этой премии в России на уровне 45-50% (на уровне Франции, Германии и других индустриальных стран с концентрированной собственностью) (см. *пункт 2.3*).<sup>343</sup>

В начале ноября 2001 г. премия за голос характеризовалась следующими данными по выборке предприятий: (см. *табл. 3.5*).

*Таблица 3.5\**

*Характеристика премии за голос по выборке предприятий*

Наименование эмитента	Рыночная цена акций с одинаковым номиналом, USD*		Премия за голос, %
	Обыкновенная акция	Привилегированная акция	
РАО ЕЭС	0.09957	0.06394	35.8
НК Лукойл	11.1824	10.8755	2.7
Кубаньэлектросвязь	5.2787	2.9499	44.1
Норильский никель	13.3328	15.7864	Отсутствует
Петербургская телефонная сеть	0.3875	0.1581	59.2
Татнефть	0.50239	0.27532	45.2

\*По данным РТС на 1 ноября 2001 г.

В результате приватизации 1992-1994 гг. многие крупные предприятия перешли под контроль своих директоров как собственников крупных пакетов акций либо сторонних инвесторов, не имеющих значительных финансовых ресурсов на модернизацию предприятия. При этом государство в значительной мере сохранило свои функции контроля и опеки. Созданный в итоге хозяйственный режим, внешне рыночный, часто внутренне похож на систему откупов в феодальной экономике, когда тот, кому отдан на кормление кусок собственности, интенсивно эксплуатирует его, не заботясь о модернизации, развитии, и ставя - впереди всего - свою личную выгоду.<sup>344</sup> Собственники часто не заинте-

<sup>343</sup> Лосев С.В. Эмиссия корпоративных ценных бумаг и транзакционные издержки: международный опыт и российская практика / Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 81-83, 134.

<sup>344</sup> В частности, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг отмечает, что «в результате массовой приватизации в России сложилась своеобразная структура капитала акционерных обществ, основанная на распределении мелких пакетов акций среди большого круга мелких акционеров, а также на наличии «эксклюзивных» отношений между крупными акционерами и менеджментом таких обществ. Поэтому часто возникают парадоксальные ситуации, когда крупные акционеры российских эмитентов заинтересованы не столько в повышении прибыльности бизнеса компании, сколько в сохранении своих специфических отношений с предприятиями (например, контроле за финансовыми потоками или

ресованы в повышении рыночной стоимости предприятия, в получении доходов через дивиденды и на основе роста биржевых котировок. Наоборот, они склонны минимизировать прибыль или даже демонстрировать убытки предприятия, искусственно отсекая часть финансовых потоков (через цены, через разделение расчетов и т.п.), подчиняя их целям снижения налогов, увеличения личных доходов или иным предпринимательским задачам. Складывается непрозрачный, разделенный на группу компаний бизнес, с несколькими системами учета, в рамках которого основные предприятия имеют минимальную стоимость и не могут выйти на фондовый рынок.

### *Долговой характер российского финансового рынка*

Из анализа, проведенного выше (см. пункты 2.1.3 и 2.1.4), следует, что чем менее раздробленной является собственность, чем большее значение имеют контролирующие собственники, тем **в большей мере долговой характер носит финансирование хозяйства**. Оценка степени участия долговых инструментов в финансировании российской экономики выглядит следующим образом (см. табл. 3.6). Как и на большинстве других формирующихся рынков (см. табл. 2.29), размер внутреннего кредита устойчиво превышает величину капитализации рынка акций (от 5.6 раз в 1995 г до 1.7 раз на конец 2000 г. и 1.1 раз в ноябре 2001 г.).

В пунктах 1.2 и 2.1 уже обращалось внимание на искусственный характер показателя капитализации в российских условиях. Рынок акций является неликвидным, олигополистичным, большая часть акционерных капиталов сосредоточена в малоподвижных крупных пакетах и размеры свободной части капиталов – free float – невелики. 5 - 7% акционерного капитала одной компании (РАО ЕЭС) формируют более 60% оборота российского рынка акций. Операции всего лишь с пятью акциями (РАО ЕЭС, Лукойл, Мосэнерго, Ростелеком, Сургутнефтегаз) создают более 90% оборота этого рынка. Отсутствуют массовые эмиссии акций. В этой связи величина капитализации в российских условиях не полностью характеризует объем денежных ресурсов, привлеченных предприятиями на основе выпуска акций. С другой стороны, величина внутреннего кредита, выраженная в долларовом измерении, существенно сократилась в связи с резким падением курса рубля в 1998 – 1999 гг. Соответственно, необходимо соблюдать осторожность в

---

экспортно – импортными операциями». См.: Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 6.

сопоставлении капитализации рынка акций и объема внутреннего кредита, оценивая сближение уровней этих показателей в 2001 г.

Таблица 3.6\*

**Участие долговых инструментов в финансировании российской экономики**

Показатели (данные на конец периода)	1995	1997	1999 (октябрь)	2000	2001 (ноябрь)
Капитализация биржевых и организованных внебиржевых рынков акций, млрд. долл.*	14.0	72.0	20.0	34.5	61.0 (оценка)
Внутренний кредит, млрд. долл.	78.4	112.3	53.4	60.1	66.4
Внутренний кредит / Капитализация биржевых рынков акций, количество раз	5.6	≈ 1.6	≈ 2.7	≈ 1.7	≈ 1.1

\* Показатель капитализации – см. табл. 1.6. Показатель внутреннего кредита (Domestic Credit) содержится в IMF International Financial Statistics, а также на сайте Банка России в Интернете.

В 90-х годах долговой характер российской экономики был ясно выражен. На начало сентября 1998 г. только 2.3% источников оборотных средств российских предприятий формировалось за счет собственных средств (в том числе акций), 6.9% - за счет краткосрочных банковских кредитов и займов, 90.8%- за счет кредиторской задолженности (т.е. долгов предприятий). В июле 1998 г. более 66% расчетов за продукцию осуществлено векселями и другими неденежными инструментами («Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 1999 год»). Рынок государственных долговых обязательств многократно (более чем в 10 раз) превышал рынок акций.

В октябре 1929 г. в структуре образования оборотных средств в промышленности доля собственных средств составляла 51.3%, доля кредиторской задолженности- 23.3%. В конце 1985 г. эти показатели составили 28.8 и 20.1% соответственно.<sup>345</sup> Можно сделать вывод: насыщенность долгами, сложившаяся в настоящий момент в отечественной экономике, и самый низкий за 70 лет уровень собственных капиталов беспрецедентны.

Начиная с 2000 г. роль долгов в экономике снизилась (как результат более мягкой денежной политики Банка России в конце 1998 – 2001 гг.). Вместе с тем характер экономики как долговой, определенный в 90-е годы, не изменился (см. табл. 3.6). В этой связи анализ подтверждает, что **российский рынок ценных бумаг** с высокой долей вероятности и **в дальнейшем** будет иметь **долговой характер**, что естественно для рынков ценных бумаг, обслуживающих рыночные экономики, основанные на контролирурующих собственниках и оптовой структуре акционерных капиталов.

<sup>345</sup> Вестник статистики. – 1986. - №12. - С. 12; Атлас М.С. Кредитная реформа в СССР. - М.:Госфиниздат, 1952. - 228 с.

## *Модель российского рынка ценных бумаг: среднесрочная перспектива*

Исследование *фундаментальных факторов*, определяющих модели и структуру фондовых рынков (см. *раздел 2*), с неизбежностью приводят к выводу о том, что *при отсутствии* активной *политики развития*, осуществляемой государством и профессиональным сообществом, *российский рынок ценных бумаг* будет иметь следующие *существенные черты*, определенные традиционными предпочтениями населения, структурой собственности, фактической ролью коммерческих банков и уже сложившимся долговым характером финансового рынка.

- Шансы на возникновение *англо-саксонского типа рыночного хозяйства*, с относительно раздробленной собственностью на акционерные капиталы, со стремлением к повышению рыночной стоимости компаний на открытом рынке, при переходе к рынку от директивной экономики крайне *невелики*. Рыночная модель экономики, которая сформировалась в России, может полностью характеризоваться как *«капитализм держателей крупных пакетов»* («stakeholder capitalism»), в основе которого лежит германо-японская модель. Как показывает анализ, проведенный в *разделе 2*, в такой модели неизбежно права акционеров будут защищены слабее, чем в англо-американской практике;

- *Оптовая структура акционерного капитала* делает невозможным в среднесрочной перспективе создание массового ликвидного рынка акций как в США, поскольку на рынке обращается незначительная часть акций (большая часть акций сосредоточена в крупных пакетах, оборот которых крайне замедлен и затруднен). Расширение розничной собственности в акционерных капиталах, массовый выход мелких инвесторов на рынок акций, преобразование рыночной модели экономики России в «капитализм акционеров» («shareholder capitalism»), а российского рынка ценных бумаг в рынок, основанный на модели «широкого участия» населения («broad based market»), могут происходить только в долгосрочной перспективе.

- *Российский рынок ценных бумаг* формируется как *долговой* (просматривается сходство с германским рынком) и ему только предстоит пройти долгий путь трансформации оптовой, крупнозернистой структуры акционерного капитала - в розничную. Если этого не произойдет, то он повторит существенные

черты российского рынка, существовавшего до 1917 г., и подтвердит, что его долговой характер, сформированный в 90-е годы, не был случайностью, определенной временными обстоятельствами.

- Как следствие, российский рынок акций будет не только сейчас, но и в перспективе *ограничен в объемах и ликвидности*. Несмотря на усилия властей по дроблению капиталов, защите акционеров и развитию транспарентных рынков акций, *Москва* - при восстановлении ее финансового потенциала - *скорее будет похожа на Франкфурт* середины 90-х годов, чем на Нью-Йорк. Именно долговые обязательства - хотели бы мы этого или нет - будут основой фондового бизнеса в России. Это потребует *пересмотра политики властей на фондовом рынке*, которая до сих пор была строго ориентирована на развитие американской модели большого и ликвидного рынка акций в Москве.

- *Долговое привлечение* средств будет превосходить по объемам финансирование через акции. Трудно ожидать возникновения масштабных рынков акций, которые превосходили бы объем рынков государственных и корпоративных облигаций. *Венчурное финансирование* будет осуществляться в основном через кредиты, а не через акции.

- Будет стабильно высокой *роль банковского кредита*, и если она и будет снижаться, то за счет секьюритизации долговых обязательств, а не за счет вытеснения долгового финансирования ростом акционерных капиталов.

- *Структура* акционерных капиталов будет упрощенной и недиверсифицированной, в ней будет высокой доля контролирующих собственников (семейных, банковских и корпоративных), а доля розничных инвесторов и институтов коллективного инвестирования будет невелика.

- Основная *масса розничных инвесторов* по-прежнему будет консервативна в выборе финансовых продуктов, значительная часть сбережений населения будет иметь традиционно депозитную или наличную форму.

- *Фондовый рынок* будет иметь более *простую продуктовую структуру*, чем на рынках с преобладанием акций, окажется не столь инновационным. Будут относительно *невелики срочные рынки*.

- Как следствие оптовой структуры собственности, *важное значение на фондовом рынке, прежде всего, биржевом, приобретет сегмент сделок с блоками* (покупка – продажа крупных пакетов акций для передачи



корпоративного контроля, реорганизации компаний). Возможно, объем этого рынка в среднесрочной перспективе начнет превосходить величину вторичного рынка акций, обращающихся в мелких и средних по размеру партиях на ММВБ и РТС. В настоящее время этот рынок непрозрачный. При этом, по оценке, часть расчетов за передачу корпоративного контроля (возможно, основная по сумме часть) осуществляется за границей, вне российской системы регулирования фондового рынка. Проведение таких сделок через торговые системы фондовых бирж должно стать обязательным правилом, обеспечивающим бóльшую прозрачность рынка корпоративного контроля.

- Долговой характер фондового (и в целом финансового) рынка, оптовая структура собственности, экономическое поведение населения неизбежно приводят к *смешанной модели рынка ценных бумаг*, к активным операциям *коммерческих банков* и их дочерних компаний с корпоративными ценными бумагами, к прямым участиям банков в капиталах акционерных компаний и, наконец, к высокой доле банков в финансовых активах страны.

- Вместе с тем, как уже указывалось, влияние на структуру финансового рынка могут оказать *традиционные ценности*, лежащие в рамках *исламских финансов*, учитывая растущую долю мусульманского населения России. В соответствующих регионах будет замедлено формирование рынков облигаций, коммерческих бумаг, закладных, возможно, привилегированных акций, возникнут исламские финансовые институты.

*Влияние цикличности экономики. Кризисное состояние экономики* России в той мере, в какой оно будет продолжаться и определяться внутренними факторами, как в долгосрочном, так и в краткосрочном (короткие циклы) планах, неизбежно вызывает и определяет *кризисное состояние*, отрицательную в реальном измерении *динамику российского рынка ценных бумаг* (анализ см. в *пункте 1.3*). Любые *подъемы рынка акций*, если только они не вызваны его фундаментальной недооцененностью в сравнении с внешними рынками, *будут носить спекулятивный и недолговечный характер*, любые объявленные «успехи в развитии рынка» будут непрочны и кратковременны до тех пор, пока в России не будет возобновлен устойчивый экономический рост и не будет осуществляться успешная политика экономического роста. Понимание этого акту-

ально для тех, кто попытается объявить 1999–2001 гг. годами огромных успехов российского рынка ценных бумаг в подъеме своей курсовой стоимости

Соответственно, важнейшее *значение* для развития и положительной динамики фондового рынка *будет иметь проведение государством политики экономического роста* в тех *формах*, которые присущи *переходным и развивающимся экономикам* (снижение налогов, повышение монетизации экономики, поддержание устойчиво низкого процента, в том числе субсидирование процентных ставок, сокращение доли денежных ресурсов, используемых государством, поддержание умеренной инфляции, расширение совместных с частным капиталом государственных инвестиций, целевая кредитная поддержка и другие меры, типичные для стимулирования экономического роста на формирующихся рынках).

Отсутствие такой устойчивой, продолжающейся годами политики не только в 90-е годы, но и в текущем десятилетии означает продолжение кризиса российского рынка ценных бумаг как *в краткосрочном плане*, так и *в долгосрочной перспективе* (понижательный склон длинной кондратьевской волны, возможная отрицательная динамика мировых рынков, сокращение инвестиционных ресурсов, поступающих на мировые рынки, обострение конкуренции формирующихся рынков (см. *пункт 1.3*).

*Влияние на российский фондовый рынок фундаментальных факторов, связанных с финансовой и отраслевой структурой макроэкономики.* Как указывалось выше (см. *пункт 2.2*), до сих пор Россия находится в небольшой группе стран (см. *табл. 2.28*), в которых *один из самых низких в мире уровень монетизации* хозяйственного оборота сопровождается *слишком высокой долей государства в перераспределении денежных ресурсов*. Стартовый в текущем десятилетии объем денежных ресурсов резидентов, которые могут быть вложены в ценные бумаги, равен нескольким десяткам миллиардов долларов, что покрывает лишь небольшую часть дефицита инвестиций (см. *пункт 1.2*). При этом большая часть свободных денежных ресурсов резидентов находится либо у населения в форме наличной иностранной валюты, либо вывезена за рубеж (утечка капиталов) (см. *пункт 2.3*). В России в 1995–1998 гг. поддерживалась искусственная, одна из самых высоких в мире доходностей государственных ценных бумаг (см. *пункт 2.2*),

что существенно снижало интерес к инвестициям в ценные бумаги реального сектора.

Результатом длительных деформаций стал *рынок ценных бумаг, который длительное время будет крайне ослабленным*, обладая малой ликвидностью и низкой капитализацией и испытывая *масштабный дефицит внутренних денежных ресурсов для инвестиций*.

Позитивная коррекция рынка, если она произойдет, не может быть одномоментной, она будет продолжаться годами вслед за постепенным ростом насыщенности экономики деньгами, сокращением доли государства в использовании денежных ресурсов, нормализацией стимулов и традиций инвестирования в реальный сектор, ослабленных в 90-е годы высокой доходностью государственных заимствований.

Вместе с тем не исключены периоды быстрого роста курсовой стоимости российских ценных бумаг. При этом рост капитализации может носить искусственный характер, отражать спекулятивную деятельность узких групп участников рынка, выполняющих роль лидера в установлении курсовой динамики. Такие периоды с высокой вероятностью будут сменяться серьезными падениями рынка.

В среднесрочной перспективе возникнет *большая зависимость динамики рыночной стоимости российских ценных бумаг от изменения внутренних рублевых цен* (влияние фундаментального фактора цен см. в *пункте 2.2.1*). В 90-е годы эта зависимость была подавлена тем, что более 90% расчетов за акции осуществлялось в иностранной валюте (РТС), доля иностранных инвесторов на рынке акций была очень высокой. Прогнозируемый более широкий переход на расчеты в рублях за акции, начавшийся в 1999 – 2001 гг. (ММВБ, введение расчетов в рублях на РТС, будущая либерализация доступа иностранных инвесторов на внутренний рынок), ожидаемое расширение доли внутренних инвесторов в той мере, в какой оно произойдет, приведут к тому, что *неизбежный, как показывает мировая практика, рост цен внутри страны будет оказывать длительное повышательное воздействие на курсовую стоимость российских ценных бумаг*. Номинальные значения фондовых индексов будут в среднесрочной перспективе расти вслед за ростом цен.

В течение этого периода будет сохраняться *зависимость отечественного рынка ценных бумаг от иностранных инвестиций* в той мере, в какой она определена дефицитом денежных ресурсов внутри страны для модернизации экономики.

На 1909 – 1914 гг. “пришлась вторая мощная волна иностранных инвестиций в Россию, составивших 55% всех новых капиталовложений в ее народное хозяйство. В результате этих вливаний доля иностранного капитала в совокупном капитале предприятий группы А приблизилась к 60%”.<sup>346</sup> “Первая русская индустриализация с точки зрения внутреннего накопления была довольно “ленивой”: более чем двукратный промышленный рост 1890-1899 годов был достигнут при том, что доля накопления в национальном доходе России составляла всего 8%. Остальные средства, необходимые для столь быстрого развития, поступали из-за границы, в то время как российское население проживало – за вычетом 8% - все, что производило”.<sup>347</sup> Следующая попытка индустриализации России (тридцатые годы XX века – от авт.), осуществляемая “с опорой исключительно на собственные силы... привела к падению жизненного уровня, так как осуществлялась за счет резкого роста доли накопления, изымаемой из национального дохода... В поисках внутренних источников накопления страна превратилась в военный лагерь, живший по суровым законам военного времени, а зачастую и вне законов”.<sup>348</sup> Значение иностранных инвестиций на долговом рынке России в период до 1917 г. характеризуется следующими данными, опубликованными Ю.П.Голицыным. Расходы по обслуживанию заграничных займов составляли от 35 до 50% от всех расходов по государственному долгу. Из общей суммы облигационных займов российских городов, выпущенных в 1908 – 1912 гг., на зарубежных рынках было размещено 75% от общей величины займов. 52% облигационных займов, выпущенных в 1893 – 1902 гг. частными компаниями и гарантированных правительством (железнодорожные облигации), было размещено за пределами России.<sup>349</sup> В 1913 г. акций и облигаций акционерных обществ находилось в обращении внутри страны на 3.65 млрд. руб., за рубежом – на 1.41 млрд. руб., т.е. 27.9% от всей массы акций и облигаций акционерных обществ.<sup>350</sup>

Долговой характер российского рынка ценных бумаг предопределяет значительно *большую роль корпоративных облигаций* и, со значительной вероятностью, в среднесрочной перспективе приобретение рынком преимущественно облигационного характера (см. *пункт 2.2*), в том числе за счет замещения облигациями и коммерческими бумагами векселей в качестве инструментов долгово-

---

<sup>346</sup> Донгаров А.Г. Иностранный капитал в России и СССР. – М.:Международные отношения, 1990. – С.31.

<sup>347</sup> Там же. С.78.

<sup>348</sup> Там же. С.75, 79-80.

<sup>349</sup> Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. – М.:ФИД «Деловой экспресс», 2001. – С.44, 49, 52.

<sup>350</sup> Там же. С.63.

го финансирования. В этом случае сегмент акций будет играть подчиненную роль.

Отраслевая структура российской экономики, как и в других странах (см. *пункт 2.2*), уже сформировала сходную с ней *отраслевую структуру рынка ценных бумаг*, в рамках которой доминируют компании топливно - энергетического комплекса. Эта структура имеет устойчивый характер и будет преодолена только в том случае, если модернизация хозяйства вызовет в среднесрочной перспективе быстрый рост отраслей высоких технологий и в их рамках начнут формироваться крупнейшие по капитализации компании (как это произошло в Китае, Индии, Южной Корее и на Тайване).

Деформацией является и отсутствие финансовых институтов, прежде всего, банков, среди российских компаний с крупнейшей капитализацией (см. *пункт 2.2*). Эта *деформация*, если судить по международной практике, неизбежно *будет преодолена* (с наибольшей вероятностью – Сбергательным банком РФ, чьи акции уже в конце 90-х годов были ключевыми ценными бумагами отечественного фондового рынка).

На 1 января 1913 г. ценные бумаги коммерческих банков и других кредитных организаций составляли на Санкт-Петербургской бирже 20.7% объема государственных, муниципальных и корпоративных долговых ценных бумаг, находившихся в обращении (35.4% - на Московской бирже), 48.3% корпоративных долговых ценных бумаг (89.9% - на Московской бирже), 36.7% акций.<sup>351</sup>

*Насыщенность ценными бумагами и характер российского рынка в качестве формирующегося* (см. *пункт 1.2*). Одной из составляющих среднесрочной перспективы является стартовая низкая насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами в сравнении со всеми развитыми и 55-60% формирующихся фондовых рынков. В этой связи в ближайшие годы низка вероятность того, что отношение капитализации рынка акций к ВВП составит в России, например, 60% процентов и больше. Как уже указывалось (*пункт 1.2*), сам факт принадлежности к формирующимся рынкам предполагает, что с высокой вероятностью (примерно 55%) капитализация рынка акций в России не будет превышать 20% ВВП, а с вероятностью 75% - не более 30% ВВП (см. *таблицы*

---

<sup>351</sup> Рассчитано по: Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. – М.:ФИД «Деловой экспресс», 2001. – С.102-103.

1.34 – 1.35). В среднесрочной перспективе это – **объективные границы российского рынка по насыщенности ценными бумагами (не более 25-30% ВВП)**. Вместе с тем этот прогноз опирается на макроэкономические условия и систему интересов, сложившиеся в результате политики государства и воздействия внешних факторов в 90-е годы.

В то же время преодоление указанных границ может стать одной из макроэкономических задач. Политика государства, направленная на стимулирование экономического роста и инвестиций, способна изменить комплекс условий и интересов, определяющих низкую насыщенность хозяйственного оборота в России ценными бумагами. В частности, такая политика может создать не только основу для расширения базы инвестирования в ценные бумаги внутри России, но и содействовать тому, чтобы на международных рынках возникло предпочтение “русских бумаг”. Примером может служить Финляндия с масштабным ростом капитализации в последние годы.

**Влияние накопленных диспропорций и проблем в организации рынка ценных бумаг** сводится в среднесрочной перспективе к следующему:

-отправной точкой в развитии рынка ценных бумаг в текущем десятилетии является его **незначительный объем** (см. пункт 1.2), определяющий **ограниченную способность** привлекать денежные ресурсы на цели модернизации, а также позицию России среди других формирующихся рынков, далекую от лидирующих, отсутствие внимания к ней международных инвесторов (позиция в третьем – четвертом десятке рынков по объемам, сопоставимость лишь с небольшими странами Европы);

-сохранение **стартового (90-е годы) уровня высокого рыночного риска в среднесрочном периоде** (см. пункт 1.2), **одна из самых высоких в мире волатильностей**, регулярный **перенос** на конъюнктуру российских акций **рыночных рисков**, возникающих в других странах, прежде всего, в США (NASDAQ) и на крупнейших формирующихся рынках. В частности, неизбежно **появление** крайне переоцененных, остро спекулятивных сегментов внутреннего рынка, которые будут источниками резких колебаний курсовой стоимости и, соответственно, **биржевых кризисов** (с высокой вероятностью это возможно в 2002 – 2003 гг. по акциям РАО ЕЭС). Если российский фондовый рынок будет стано-

виться всё более диверсифицированным, насыщенным ценными бумагами и зрелым, в той мере, в какой этому процессу будут содействовать в последующее десятилетие фундаментальные факторы, рыночный риск и, соответственно, волатильность будут снижаться, если восприятие международным финансовым сообществом зрелости фондового рынка России станет сопоставимо с рынками Бразилии, Южной Кореи, Португалии, Греции и т.п.;

-в ближайшие годы, как и в 90-е, будет по-прежнему **крайне слаба институциональная инфраструктура** рынка ценных бумаг (см. **пункт 2.3**). Сохранится острый **дефицит** профессиональных участников в регионах, будет сдержанной динамика их численности, **сверхконцентрация** инвестиционных институтов, рынков и инфраструктурных организаций в Москве (40-60% по разным категориям). Это будет негативно сказываться на способности фондового рынка аккумулировать денежные ресурсы в регионах и направлять их на финансирование инвестиций в субъектах Российской Федерации. Будет продолжаться по инерции **тенденция к увеличению рыночной ниши Москвы** как финансовой столицы на фондовом рынке России. Если действие фундаментальных факторов создаст условия для развития рынка, неизбежно постепенное восстановление численности профессиональных участников ценных бумаг. Эта тенденция, если она возникнет, будет сопровождаться их укрупнением, консолидацией и финансовым оздоровлением, становлением в качестве клиентского бизнеса, появлением реально работающих инвестиционных банков, которых сейчас в российской практике немного;

-**стартовым условием** развития российского рынка ценных бумаг в текущем десятилетии (см. **пункт 2.3**) будут **множественность и раздробленность торговых систем** (значительная часть которых в перспективе нежизнеспособна), **фрагментарность** рынка, сохраняющееся **деление рынка на банковскую и небанковскую часть (двойственность** торговых систем, инфраструктуры рынка, саморегулируемых организаций и т.п.). Эта деформация рынка или даже ее следы будут сохраняться в среднесрочной перспективе. Соответственно, в той мере, в какой действие фундаментальных факторов позволит фондовому рынку России развиваться, должна происходить консолидация торговых систем и инфраструктуры рынка ради выживания, ради более успешной конкуренции за ликвидность с зарубежными торговыми системами;



-*длительными деформациями* российского фондового рынка, которые препятствуют *честному и справедливому ценообразованию*, являются (см. *пункт 2.3*) *олигополистический и фрагментарный характер* рынка, *сверхконцентрация* рынка на нескольких акциях, распространенность *манипулирования* и *инсайдерских сделок* Эти деформации неизбежно будут ограничивать спрос на российские ценные бумаги и ликвидность рынка в предстоящее десятилетие, ослабевая (или, наоборот, усиливаясь) в зависимости от результативности государственного регулирования рынка и от того, будет ли осуществлено реструктурирование фондового рынка;

-*чертами рынка* ценных бумаг в России, которые сохранятся в среднесрочной перспективе, будут *дефицитность в предложении ценных бумаг* (см. *пункт 2.3*), *отсутствие* обращения отдельных видов ценных бумаг или подавленное состояние сегментов рынка, с ними связанных, *ограниченность числа эмитентов*, выходящих со своими бумагами на организованные рынки, *незначительные размеры свободной для обращения части акционерных капиталов* (“free float”), *неурегулированность отношений собственности* на предприятиях, препятствующая выходу с ценными бумагами на организованный рынок, острые *конфликты* интересов, *незаинтересованность* крупных или контролирующих держателей акций в разводнении собственности и, наконец, присущий сейчас реальному сектору *разрыв* между незначительными акционерными капиталами и масштабными размерами добавочных капиталов, не превращенных в акции;

-другой чертой российского фондового рынка, которая будет присуща ему длительное время, является *ограниченность спроса на ценные бумаги* (см. *пункт 2.3*), вызванная не только дефицитом денежных ресурсов, но и *отсутствием доверия инвесторов, экономической невыгодностью* для мелких акционеров быть собственниками ценных бумаг (массовая практика невыплаты дивидендов, разводнения акционерных капиталов, неликвидность акций большинства эмитентов), *отсутствием* целых классов институциональных инвесторов, преимущественно *спекулятивным настроем* держателей российских ценных бумаг, *ориентацией* операторов рынка и финансовых продуктов на оптовых, прежде всего, иностранных, инвесторов и,

соответственно, несовпадение структуры фондового бизнеса с потребностью обслуживать массового, розничного инвестора.

**Воздействие фундаментальных факторов, являющихся внешними по отношению к российской экономике.** С высокой вероятностью можно прогнозировать, что **внешняя понижительная конъюнктура в рамках длинного цикла** окажет воздействие на динамику ближайших лет, складывающуюся на российском рынке ценных бумаг, и обусловит ограниченность инвестиций, сдержанность роста курсовой стоимости фондовых ценностей (см. **пункт 1.3**).

Соответственно, возможная **понижительная динамика** внешних рынков ценных бумаг обусловит их **обостренную конкуренцию за денежные ресурсы**. В этой связи российский фондовый рынок может в ближайшие годы существовать в условиях жестко ограниченного притока иностранных капиталов. Поэтому огромное значение приобретает борьба с другими рынками за инвестиционные ресурсы, за **повышение конкурентоспособности российского рынка**, демонстрация позитивной хозяйственной динамики и успешной макроэкономической политики.

Вместе с тем с начала 2002 г. нарастает вероятность того, что в ближайшие два-три года начнется постепенный выход мировой экономики из понижительной стадии длинного цикла и, соответственно, условия для привлечения инвестиций на рынок ценных бумаг станут более благоприятными.

Анализ также показывает (см. **пункт 1.3**), что рынками будет неизменно поддерживаться **волатильность цен на нефть и газ**. Учитывая связь динамики цен на топливо и курсовой стоимости российских ценных бумаг (см. **пункт 1.3**), объективен вывод, заключающийся в том, что **пока российский экспорт зависит от нефти** (а по всем прогнозам на ближайшие 10 лет это именно так), **фондовый рынок России будет столь же волатильным, как и цены на нефть** (как в части акций, так и государственных ценных бумаг, на конъюнктуру которых, как и акций (хотя и в более слабой степени), влияют цены на нефть (см. **пункт 1.3**).

Опыт 90-х годов (см. **пункт 1.3**) убеждает в том, что в текущем десятилетии **российский рынок ценных бумаг будет сильно коррелирован, особенно в моменты рыночных шоков**, с динамикой **иностраных рынков – лидеров** (прежде всего, NASDAQ, США), **формирующихся рынков** Латинской

Америки, а при сильных потрясениях – любых других крупных формирующихся рынков, кризисы на которых способны вызвать одновременное изъятие инвесторами средств из ценных бумаг переходных и развивающихся экономик.

С другой стороны, *высокий уровень рыночного риска, присущий российскому рынку ценных бумаг, совокупность негативно действующих факторов*, определяющих его незначительный объем, высокую волатильность, спекулятивный характер, искусственный рост отдельных сегментов, зависимость от узкой группы иностранных инвесторов и т.п., *предопределяют* (наряду с кризисным состоянием экономики и всего финансового сектора) *значительную вероятность* того, что *Россия в текущем десятилетии сама может стать источником масштабного кризиса для формирующихся рынков*, его эпицентром (совместно с другими переходными экономиками Восточной Европы) вместо Латинской Америки или Юго-Восточной Азии.

*Стартовым условием*, которое будет в среднесрочном периоде негативно влиять на способность российского фондового рынка привлекать денежные ресурсы из-за рубежа, является *низкая оценка международным финансовым сообществом его конкурентоспособности* при острой конкуренции с другими национальными рынками за денежные ресурсы и *масштабной зависимости от спекулятивных иностранных инвесторов* (анализ см. в пункте 1.3). При этом *архитектура рынка* (РТС) еще долгое время будет позволять свободно вводить и выводить «горячие деньги» иностранных инвесторов, формируя одну из самых высоких в мире волатильностей рынка ценных бумаг (более 90% расчетов за ценные бумаги в РТС проходит по счетам за границей). В частности, такая зависимость сохраняет в долгосрочной перспективе высокий рыночный риск, увеличивает вероятность крупных финансовых кризисов.

*Стандартный сценарий негативного воздействия «горячих денег» иностранных инвесторов на конъюнктуру российского финансового рынка.* Сценарий будущего кризиса, если не произойдет качественных изменений на российском рынке акций, может выглядеть следующим образом:

-*спекулятивный перегрев* рынков акций и АДР сверх границ их роста, диктуемых высокими ценами на нефть

-вслед за новым циклическим снижением цен на нефть, политическими рисками, неблагоприятными прогнозами или любыми другими событиями,

которыми богата жизнь, *падение цен на АДР*, обращающиеся в США, Германии, Великобритании,

-как следствие, *падение цен на российские акции в Российской торговой системе* – и через РТС – цепная реакция снижения курсов на ММВБ и МФБ, волатильность на рынке государственных ценных бумаг

-*стремление* внутренних инвесторов *избавиться* от акций, *высвобождение* рублевой ликвидности, давление на валютный рынок, массовые *потери* розничных инвесторов, вошедших на рынок акций,

-*распространение потерь* и убытков на российские банки и внутренних институциональных инвесторов с ущербом, величина которого будет зависеть от масштабов паники, вовлеченности российских финансовых институтов в спекулятивную игру и в кредитование спекуляций с акциями.

Основной сценарий будущего кризиса – *его* экспорт на внутренний рынок через АДР и Российскую торговую систему, *базовым условием существования которой до сих пор является свободный ввод-вывод капиталов –иностранного и российского происхождения - через оффшорные счета.*

Параллельно, с конца 90-х годов *торговая активность по российским ценным бумагам стала перемещаться за рубеж* (в 1999 – 2000 гг. рынки депозитарных расписок на российские акции существенно превосходили по объемам внутренний рынок акций) (*пункт 1.3*). Другим инерционным процессом, который длительное время будет влиять на российский фондовый рынок, является растущая с конца 90-х годов *активность отечественных инвесторов по вложениям в иностранные ценные бумаги*. Обороты по сделкам российских инвесторов с акциями, выпущенными в США, в первом –третьем кварталах 2001 г. в 1.5 раза превысили обороты по сделкам американских инвесторов с акциями, выпущенными в России (*пункт 1.3*).

В итоге, исследование, проведенное выше, показало, что *государство в 1996-2001 гг. не решило свои основные задачи*, сформулированные в *Концепции развития рынка ценных бумаг* (утверждена Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008, разделы II и III Концепции):

- создание условий, при которых граждане России и другие потенциальные инвесторы обретут доверие к рынку ценных бумаг, обеспечение финансовой безопасности граждан;
- формирование в России самостоятельного финансового центра мирового значения;
- повышение капитализации российских компаний и обеспечение устойчивой ценовой динамики на российском рынке ценных бумаг; создание широкого слоя отечественных инвесторов;
- создание и обеспечение эффективного функционирования механизмов привлечения инвестиций в частный сектор российской экономики, и, прежде всего, в приватизированные предприятия;
- финансирование дефицита федерального бюджета на основе связанных с рынком ценных бумаг методов неинфляционного финансирования конкретных долгосрочных проектов;
- диверсификация источников иностранных инвестиций и стимулирование конкуренции между иностранными инвесторами в целях снижения зависимости от конкретных групп инвесторов, стабилизации рынка и удешевления стоимости инвестиций;
- развитие сотрудничества с первоклассными мировыми финансовыми институтами для привлечения консервативных иностранных инвесторов, ориентированных на долгосрочные вложения;
- перестройка системы управления приватизированными предприятиями и создание института «эффективного собственника».

*Соответственно*, как следует из анализа, проведенного выше, складывающаяся на среднесрочную перспективу **модель российского рынка ценных бумаг является проблемной**. Воздействие ряда фундаментальных факторов, как внутренних, так и внешних, каким оно сложилось в 1995 – 2001 гг., направлено **на существенное ограничение способности рынка привлекать значительные денежные ресурсы для модернизации российской экономики**. Это воздействие не было одномоментным, оно носит длительный, по меньшей мере, среднесрочный характер, определяя устройство рынка, деформируя макроэкономические задачи, которые он выполняет, и ослабляя его операционную способность.

Кроме того, российский фондовый рынок, если оставить его в том состоянии, в котором он находился в 1995 – 2001 гг., несет – в случае очередного спекулятивного разогрева, подобного тому, какой произошел в 1995 – 1997 гг., или в случае переноса кризиса с других рынков - **высокий потенциальный**

*риск для устойчивости российской экономики в целом* (влияние на валютный курс, динамику внутренних цен, устойчивость платежной системы, стабильность банков и других институтов финансового сектора).

В этой связи российский рынок ценных бумаг нуждается в *новых концепциях*, в *реструктурировании*, в *стратегии его восстановления и развития*, которая была бы направлена на устранение деформаций и создание условий для выполнения фондовым рынком в текущем десятилетии своей *основной макроэкономической задачи* (которая не была решена в 1995 – 2001 гг.) - привлечение инвестиций в реальный сектор в размерах, покрывающих значительную часть их дефицита (сотни миллиардов долларов), создание реальной способности конкурировать с рынками других стран за денежные ресурсы.

### **3.2. Дискуссионные идеи и концепции, предлагаемые российскому рынку**

#### ***Как вводить новые идеи и концепции на фондовый рынок?***

В послекризисное время (1998 – 2000 гг.) на российском рынке ценных бумаг периодически возникали *дискуссии*, связанные со стремлением тех или иных *групп интересов* или *финансового регулятора* (ФКЦБ России) внести новации и идеи, позволяющие усилить свои позиции на рынке. Спонтанность, с которой возникали новые концепции, их субъективность и настойчивость, с которой они продвигались на рынок, недостаточная обоснованность аргументации заставляют *поставить вопрос* о том, как на рынке ценных бумаг (как и на любом другом рынке) должны приниматься решения и концепции, способные изменить само лицо рынка, его базовые принципы и конструкции.<sup>352</sup>

В 1999 г. вновь вспыхнула *дискуссия* о разделении инвестиционного и коммерческого банковского дела, был поставлен *вопрос* о едином регуляторе на рынке ценных бумаг и введении системы двойного регулирования банков, *обсуждался допуск* к обращению на российском рынке иностранных ценных бу-

---

<sup>352</sup> Публичные выступления руководства ФКЦБ в 1998 – начале 1999 гг.; исследование, проведенное в конце 1999 г. британской компанией Cadogan Financial «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» (по контракту с близким к ФКЦБ «Центром развития фондового рынка»; подготовленные в начале 2000 г. НАУФОР и РТС «Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России».

маг и депозитарных расписок на них, стимулирование вывоза отечественного капитала в иностранные финансовые активы.

Все названные идеи носят крайне *спорный характер*, но способны – по своему объему и значению для рынка - при непродуманном и нерасчетливом введении вызвать *шоковые потрясения*. На многих рынках (лучший пример – финансовые регуляторы в США, международные ассоциации и рабочие группы) принятие решений, подобных по масштабу предлагаемым, чаще всего связано с очень тщательным и *взвешенным подходом, выбором* моментов для объявления новых концепций, *обсуждением вариантов* последствий для макроэкономики и рынка (см., например, материалы дискуссий в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США, Федеральной резервной системе, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Базельского комитета и др.). Принято создавать *рабочие группы* (task forces), состоящие из представителей операторов рынка, финансового регулятора и независимых ученых, *осуществлять* и публиковать предварительные исследования, обзоры лучших практик, *открывать* широкое публичное *обсуждение* концепций и проектов, *делать* доступной и публично *раскрывать* информацию по всем мнениям и отзывам, *двигаться* достаточно *медленно* и осторожно (1-3 года), руководствуясь принципом «не навреди».

В этой связи и с учетом огромных диспропорций, которыми насыщен российский рынок ценных бумаг, важно, чтобы осторожность, обоснованность и просчитанность с точки зрения последствий, своевременность в объявлении, механизм целевых рабочих групп, публичность дискуссии (которая уже становится обычаем на российском фондовом рынке) – все эти *черты введения новых идей и концепций на рынок* стали бы общепринятыми *обычаями делового оборота* и *правилом* для финансовых регуляторов и ассоциаций участников фондового рынка. Только в конце 2000 - 2001 гг. ситуация несколько изменилась, и подобная практика стала использоваться ФКЦБ России в своих нововведениях.

Важно, чтобы аргументация не сводилась, как это часто делается, только к модели США, чтобы она учитывала *подходы*, применяемые на других развитых и формирующихся рынках (в том числе смешанных и построенных на германской модели), а также *международные практики* (стандарты, отчеты, исследования IOSCO, ISSA, FIBV, BIS, Basle Committee, G-30, IFC, World Bank,



IMF, ISMA, IIF, IASC, Financial Stability Forum, директивы European Union), которые охватывают ключевые области рынка ценных бумаг.

В частности, с учетом европейского будущего России объемной задачей станет *гармонизация* европейского и российского законодательства в области рынка ценных бумаг. Ключевым моментом является *учет опыта кризисов* 1997-1998 гг., *внимание* к тем дискуссиям и обобщениям в области реструктурирования финансовых рынков и строительства новой *глобальной финансовой архитектуры*, которые ведутся после кризисов 1997- 98 гг.

### *Главная цель – институциональные основы рынка?*

В течение 90-х годов *бóльший акцент* в строительстве российского рынка ценных бумаг делался на создании *регулятивной конструкции*, “идеального рынка”, такого, каким он должен быть, если (выделяя ключевую идею в ее упрощенной форме) следовать канонам модели рынка акций США.

В то же время существовали *реальные экономические проблемы* рынка, которые практически *не решались*. К ним относились, например, искусственная заниженность акционерных капиталов в хозяйстве, неинвестиционный характер эмиссий и рынка, структура услуг брокерской отрасли, не ориентированная на розничных инвесторов, отсутствие налоговых стимулов для инвестиций в ценные бумаги, слишком высокий рыночный риск, определяемый в числе других факторов микроструктурой рынка, отсутствие корпоративных облигаций и коммерческих бумаг, слишком высокая доля иностранных инвесторов, излишние концентрации и манипулированность рынка, массовые невыплаты дивидендов, низкая капитализация брокеров и высокая доля проблемных активов, слишком большое значение оффшорных операций и многие другие. Наконец, *самая крупная проблема* (она была и остается таковой) – рынок ценных бумаг в России в большей мере является инструментом спекулятивной деятельности и перераспределения собственности, нежели средством привлечения инвестиций.

Соответственно, очень важно, чтобы после кризиса 1998 г., когда все проблемы рынка стали очевидны, усилия регулятора и профессионального сообщества не были направлены только по тому руслу, по какому они шли в 1995- 1998 гг. Регулятор должен заниматься не только новыми правилами, не

только защитой прав акционеров и не только раскрытием информации, но и пытаться решать “материальные” проблемы фондового рынка, реструктурировать его таким образом, чтобы сделать менее подверженным рискам и в большей мере способствующим долгосрочным инвестициям в реальный сектор.

В этом контексте *позиция Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР)* в 2000 г. продолжала, скорее, линию ФКЦБ России 90-х годов.

В проекте НАУФОР “Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России” (март 2000) указывается, что «...привлечение инвестиций в предприятия оставалось наиболее слабым звеном сложившейся модели рынка в течение всех 90-х годов... Видимо, в ближайшие несколько лет основной функцией рынка, которая была характерна и для всех прежних лет, объективно остается перераспределение собственности в российских корпорациях. Соответственно, проблема защиты интересов акционеров и усиления роли государства в области защиты собственности приобретает особую актуальность.»<sup>353</sup> “Принципиальный вывод... состоит в том, что в основе экономического роста (по крайней мере, на стартовом этапе) в современных условиях России должны лежать не столько очень крупные инвестиции (понимаемые многими как труднодоступная панацея, и часто как самоцель), сколько жесткие, в значительной степени политические, усилия по формированию общей благоприятной среды функционирования предприятий. Таким образом, основной акцент при выборе дальнейших путей реформирования (*речь идет о развитии рынка. – Авт.*) должен быть сделан именно на институциональных аспектах (законодательство, защита прав собственности, равнодоступные финансовые рынки, равные условия конкуренции, информент) модернизации и привлечения инвестиций.»<sup>354</sup>

Никто не спорит с тем, что те *условия деятельности* фондового рынка, которые названы в проекте НАУФОР *институциональными*, крайне важны и должны *интенсивно развиваться*. Вместе с тем, если и *в 2002 – 2004 гг.* окажется, что *фондовый рынок не привлек и не способен привлечь долгосрочные инвестиции* в реальный сектор и справедливо оценивать бизнес, то неизбежным будет вопрос о том, *какую задачу* он выполняет в экономике России: обслуживает спекулятивную игру иностранных портфельных инвесторов? готовит механизм для следующего финансового кризиса? создает каналы для новых, как в 1998 г., потерь средств российским средним классом в пользу внешних инвесторов?

---

<sup>353</sup> Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России//Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март. – Раздел 1 - С. 4-5.

<sup>354</sup> Там же. Раздел 5, С. 14.

*Долгосрочные инвестиции не могут быть привлечены только на основе создания “институциональных” условий,* они должны подготавливаться *реальным реструктурированием* отрасли ценных бумаг, решением “материальных” проблем и устранением реальных, уже сложившихся диспропорций рынка.

Например, если рынок РТС останется таким же, как в 1996 – 2001 гг., – с валютным измерением ценных бумаг, с расчетами за рубежом по большей части операций, с крайней зависимостью от иностранных инвесторов, то рано или поздно наступления систематического риска в крупных размерах не избежать.

Если допустить, что по-прежнему, как и в 1999 –2000 гг., рынок российских депозитарных расписок будет в несколько раз превышать размеры внутреннего рынка акций, а динамика последнего будет определяться движением курсов депозитарных расписок, если не заняться разумным протекционизмом, то и в этом случае неизбежны рыночные шоки, вызванные зависимостью от внешних рынков (при том, что торговая активность внутри России в этом случае будет иметь провинциальные объемы). Ситуация в сентябре - декабре 2000 г., когда индекс РТС упал на 46.2% (с 29 августа по 21 декабря)<sup>355</sup> вслед за снижением курсов акций на индустриальных рынках (США, Великобритания, Германия и т.д.) еще раз доказала правильность этого положения.

Если брокерские компании не будут заниматься повышением своей капитализации, реструктуризацией проблемных активов, обслуживанием розничных клиентов, если не будет создано хотя бы 100 –150 брокеров, способных поддерживать значительный объем операций, в том числе на региональных сегментах рынка, то рынок, через который могут быть привлечены инвестиции в реальный сектор, не будет создан.

Если не будет создан рынок краткосрочных корпоративных долгов (коммерческие бумаги или стихийно возникающие на рынке краткосрочные корпоративные облигации), то будет во многом упущен шанс нормализовать структуру источников оборотных средств хозяйства и возникнет вероятность возврата к ситуации 1995 –1998 гг., когда “излишки денежной ликвидности” банков были абсорбированы государственными ценными бумагами.

Всё это – *“материальные” проблемы рынка*, которые требуют *“интервенции” регулятора*, его совместной с профессиональным сообществом работы по реструктурированию рынка. Лишь небольшая или, точнее, *производная часть этой работы* заключается в создании *“институциональных условий”* и правил, в надзоре и принуждении к их выполнению.

### ***В чем заключается конечный результат работы регулятора фондового рынка?***

Приведенные мнения заставляют еще раз вернуться к *вопросу* о том, *чем измеряется конечный результат работы регулятора?* Только ли созданием *институциональных условий* (регулятивная инфраструктура, надзор и принуждение к выполнению правил, раскрытие информации, защита прав собственности и т.д.)?

История российского рынка ценных бумаг уже знает пример 1998 – 1999 гг., когда при практическом отсутствии объекта регулирования, при сужении объема рынка акций до незначительного регулятивная инфраструктура продолжала утяжеляться Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг, вводились всё новые и новые правила и санкции. Обострялись конфликты интересов с другими государственными ведомствами в связи с неурегулированным разделением полномочий. В полной мере осуществлялись лицензирование, контроль, регулирование, аттестация, приведение в соответствие, наказания. Всё последнее необходимо, но с учетом реального *результата от работы регулятора*, который измеряется *количеством привлеченных в страну и в инвестиции «длинных» денег, объемом рынков, их стабильностью, конкурентоспособностью, справедливым характером, целостностью.*

По сути, НАУФОР в своем концептуальном документе (2000 г.), продолжая линию ФКЦБ России 90-х годов, начала *дискуссию о приоритете* деятельности по созданию *институциональных условий* над тем, чтобы *регулятор – ФКЦБ России – был бы нацелен, как на конечный результат, на объем инвестиций, размеры и ликвидность рынка, объем активов в ценных бумагах, снижение волатильности* и т.п.<sup>356</sup>

<sup>355</sup> Индекс РТС снизился с 245.5 пунктов на 29.08.00 до 132.1 пунктов на 21.12.00 (по данным РТС).

<sup>356</sup> Интересно, что в указанном выше исследовании позиция компания “Cadogan Financial” во многом совпадает с точкой зрения НАУФОР. На первое место ставятся регулятивные, правовые аспекты рынка ценных бумаг и защиты

Эта *дискуссия* была бы не так важна, если бы не существовала реальная *опасность* того, что и *в ближайшие годы* будет происходить *постоянная подмена* реальных усилий по восстановлению рынка (включая улучшение институциональных условий) *формальным по духу утяжелением регулятивной инфраструктуры* (исходя не из конкретной ситуации на рынке, а из абстрактных моделей раскрытия информации, преодоления конфликтов интересов и т.д.) и *борьбой* за исполнение предписаний и правил.

Улучшение институциональных условий – важная и объемная работа, но это далеко не все усилия, которые обязаны предпринять государственные ведомства во время кризиса (а кризис на рынке ценных бумаг и в реальном секторе далеко не преодолен) для того, чтобы рынок капиталов был восстановлен и стал инструментом инвестиций в производство.

ФКЦБ России должна лоббировать интересы внутренних инвесторов, добиваясь налоговых стимулов для инвестиций в акции, которые существуют в большинстве стран мира (в 2000 – 2001 гг. такие попытки ФКЦБ России предприняла), более мягкой денежной и процентной политики, без которой невозможно восстановление внутреннего спроса на акции, амнистии за вывоз капитала, без которой капиталы могут не вернуться в Россию. В кризисные времена нужно стремиться создать поток позитивной информации о российских предприятиях и даже воздействовать на рынок, пытаясь играть на повышение.<sup>357</sup> Хозяйству необходимы громкие инвестиционные проекты, в которых свое имя ФКЦБ России будет использовать, чтобы привлечь иностранные деньги в акции

---

инвесторов, что продолжает линию ФКЦБ 90-х гг. “Наиболее важной задачей, стоящей перед теми, кто хочет возродить российские рынки капитала, является решение всей цепи правовых и судебных проблем, мешающих открытости рынка и защите прав инвесторов” (Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.6). “..Рынок капиталов не работает в России...не потому, что не работает его инфраструктура, а потому, что предприятия либо не испытывают недостатка финансирования, либо осуществляют финансирование своей деятельности другими методами...С другой стороны, инвесторы не выходят на рынок капиталов, поскольку уверены, что их вложения не принесут им прибыли, во-первых, по причине экономической неэффективности предприятий, а во-вторых, по причине нарушений прав акционеров. Решение вопроса экономической эффективности предприятий требует реформирования многих аспектов экономической системы и не является объектом этой записки. Что касается проблемы соблюдения прав и интересов инвесторов, то она может быть решена путем совершенствования законодательства, регулирования и правоприменения” (Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.114). Таким образом, проблема восстановления российского рынка ценных бумаг в этом высказывании – и в общем духе исследования Cadogan Financial – во многом сведена к регулированию и правоприменению. Как раз правилен несколько иной вывод - рынок капиталов не работает не только потому, что нарушаются права акционеров и не решены правовые и судебные проблемы в этой области (всё это, конечно, является самостоятельным фактором), но и потому, в частности, что не работает инфраструктура рынка капиталов, как это показано в настоящей работе.

<sup>357</sup> Известен опыт интервенции на рынке акций со стороны монетарных властей в период азиатского кризиса (Гонконг). Этот опыт будет рассмотрен ниже.

надолго. Нужен рынок молодых компаний роста, рынок инноваций для самых рискованных заграничных инвесторов, в создании которого будет принимать участие ФКЦБ России. Нужен организованный рынок краткосрочных корпоративных бумаг. Учитывая высокие систематические риски, важно создать систему антикризисного управления рынком.

Необходимо снижение слишком высоких регулятивных издержек. Ради выживания и развития необходима серьезная реструктуризация фондового рынка, слияния и рекапитализация его участников, прекращение дублирования его структур («банковская» и «небанковская» части) и вытеснения банков с рынка ценных бумаг, воссоздание региональной сети. Важно, чтобы рынок РТС приводил деньги в страну, а не создавал условия для игры на российские акции деньгами, ходящими по счетам за рубежом. Наконец, нужны огромные льготы иностранным инвесторам с долгосрочными деньгами, нужны государственные инвестиционные бумаги и многое другое, ради чего и существует ФКЦБ России.

Всё это *предмет не только и не столько регулирования*, сколько «*материальных*» *решений* и действий, которые должны быть предприняты регулятором рынка совместно с профессиональным сообществом и которые находятся *вне контекста* защиты прав акционеров, раскрытия информации, надзора за исполнением правил и т.д.

### ***Концепция мегарегулятора***

Новой для России является концепция *мегарегулятора* отечественного финансового рынка. Впервые эта идея была предложена компанией “Cadogan Financial” в конце 1999 г. по следующим *причинам*: неравномерность, фрагментарность и непоследовательность нормативно-правовой базы; незначительный размер рынков капитала; недостаточная независимость органов регулирования; низкая оплата труда и недостаток ресурсов, характерные для большинства органов регулирования; отсутствие четкой карьерно – иерархической структуры. “Единый, объединенный и независимый орган регулирования не только позволит создать более последовательную и более простую нормативную базу, но и, при условии его самофинансирования, обеспечит более высокую

оплату труда, наличие большего количества ресурсов и карьерные перспективы”.<sup>358</sup> “Регулирование рынка капиталов фрагментарно, расплывлено между несколькими регуляторами - Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), саморегулируемыми организациями (СРО), Министерством финансов (Минфин) и его частью – Департаментом страхового надзора, Центральным банком России (ЦБР), Инспекцией по негосударственным пенсионным фондам. Структура регулирования имеет элементы функционального и институционального регулирования. Примером является регулирование деятельности кредитных организаций на рынке ценных бумаг силами ЦБР, а не ФКЦБ России”.<sup>359</sup> “...Каждый вид деятельности будет регулироваться особым департаментом внутри мегарегулятора. Таким путем уже пошли Великобритания, Япония, Корея, Исландия, Люксембург, Австралия, Венгрия... Мегарегулятор осуществляет регулирующие функции в отношении: кредитных организаций; деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; деятельности организаторов торговли; деятельности по управлению коллективными инвестициями; страховой деятельности... при этом сами виды деятельности не совмещаются в рамках одного и того же юридического лица, а регулирование каждого из этих видов деятельности осуществляется отдельным департаментом, ответственным перед своим курирующим членом исполнительного органа... В функции такого регулятора не будут входить такие функции, как поддержание курса национальной валюты, кредитора последней инстанции, установление ставки межбанковского кредита, функции эмитента и регулятора государственных ценных бумаг.”<sup>360</sup>

Важно, что создание единого мегарегулятора предлагалось “Cadogan Financial” в рамках проекта программы технической помощи, основным реципиентом которой предполагалась ФКЦБ России.<sup>361</sup> Практически это означало формирование мегарегулятора на базе ФКЦБ России (в Великобритании мегарегулятор был создан на базе Securities and Investment Board).

В ряде положений своего концептуального документа<sup>362</sup> **НАУФОР** можно понять так, что и ассоциация разделяет позицию о **необходимости мегарегулятора**, в частности, говорится о “развитии системы регулирования и контроля через специальную полномочную организацию” (п.19), о “централизации регулирующих и контрольных функций” (п.22), о необходимости “регулятивной деятельности единого органа” (п.23).

<sup>358</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 43.

<sup>359</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 24.

<sup>360</sup> Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – р.128-129

<sup>361</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р. 47.

<sup>362</sup> Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России // Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март.



Постановка задачи создания мегарегулятора требует длительной дискуссии о *последствиях, ресурсах*, степени готовности рынка к такой мере, наконец, о ее *конечной эффективности*, хотя мировая практика в этой области неоднозначна. Если даже при разделении зон ответственности российские финансовые регуляторы (не только ФКЦБ России, но и Банк России, и Минфин, и Инспекция по НПФ) не смогли в 90-е годы эффективно регулировать свои отрасли, то тем слабее может быть регулирующее воздействие и тем более негативным будет кумулятивный эффект при смешении ответственности.

На самом деле ни один из приведенных “Cadogan Financial” аргументов не является неопровергаемым.

**Во-первых**, в кризисных условиях крупная реорганизация, взятая вне контекста общего плана финансовых реформ,<sup>363</sup> направленных на восстановление финансового рынка, способна только замедлить решение более острых проблем (такой программы реформ в России не появилось после 1998 г., программные документы были ограничены реструктуризацией банковского сектора). Известно, что лучший способ не решать фундаментальные проблемы - начать организационную, с неизвестными результатами, масштабную перестройку.

**Во-вторых**, в российских условиях - при дефиците кадров, финансирования и т.п. - слияние ведомств, скорее всего, вызовет ослабление регулирования отдельных участков рынка, а ресурсы, поступившие в распоряжение нового ведомства, будут меньше, чем сумма ресурсов, находившихся в распоряжении министерств до их слияния. Это хорошо показывает опыт Минфина, который до создания ФКЦБ России курировал в начале 90-х годов рынок ценных бумаг и фактически упустил эту отрасль. И, наоборот, выделение в России самостоятельной налоговой службы из состава Минфина привело к росту материальной, кадровой, финансовой базы, используемой государством для регулирования этой области финансов.

Ожидаемая нехватка ресурсов при централизации управления не позволит мегарегулятору с должной внимательностью заниматься развитием каждого отдельного сектора финансового рынка, что недопустимо на таком слабом рынке, как российский. Реорганизация неизбежно на 2-3 года вызовет излишнюю

---

<sup>363</sup> В Японии создание мегарегулятора – Financial Supervisory Agency – проходило в контексте и в качестве одной из мер реформирования всего финансового сектора.

мобильность кадров, ослабление управляемости, нестабильность штатов, структур и полномочий, превалирование текущих организационных задач над перспективными. Это замедлит развитие рынка, приведет к повышению регулятивных издержек и нарастанию системного риска. Координация деятельности регуляторов, преодоление фрагментарности регулятивной базы вполне может осуществляться – при наличии воли правительства - в рамках национального совета по финансовому рынку (если он будет создан), межведомственных комиссий, рабочих групп. Нет ничего хуже **подмены процесса развития организационными изменениями**, масштабными преобразованиями структур управления, не вызванными объективными потребностями.

Опыт советского периода показывает, что такое **чрезмерная централизация** управления и к каким последствиям – в управляемом объекте – она ведет. **Все управленческие аргументы**, относящиеся к **экономии расходов** в мегарегуляторе (в сравнении с отдельными ведомствами), **ликвидации конфликтов** интересов между различными регулятивными органами, к лучшему **распределению** регулятивных ресурсов<sup>364</sup> и т.д., имеют обратные доводы и приобретают смысл только в том случае, если состояние самого объекта регулирования – финансового рынка – требует отказа от функционального (секторального) регулирования и перехода к мегарегулированию.

**В-третьих**, что касается большей независимости мегарегулятора, то в ряде случаев международный опыт свидетельствует о его **строгой подчиненности министерствам финансов** – в Великобритании, Корее, Норвегии, Финляндии и Швеции, **министерству по делам экономики** – в Дании.

Более интересен **вопрос** о том, существует ли в России **экономическая основа для создания мегарегулятора**, такая степень переплетения функций и операций на рынке, такая степень универсальности финансовых институтов, которая позволяла бы говорить о необходимости мегарегулятора? Является ли создание систем управления, основанных на мегарегуляторе, **тенденцией** на зарубежных финансовых рынках или речь идет о **страновых особенностях**? Какими **причинами** вызваны решения о переходе к концепции мегарегулятора

---

<sup>364</sup> Briault Clive. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.18-26.

в тех случаях, на которые ссылается «Cadogan Financial», например, в Великобритании, Японии, Корее, Австралии и некоторых других странах?

**Ответы** на эти вопросы *следующие*. Действительно, можно признать, что существует *расширяющаяся в мире практика создания мегарегуляторов* или по меньшей мере объединения функций нескольких регулятивных органов, действующих на финансовых рынках. Примерами могут быть (Норвегия (1986 г.), Канада (1987 г.), Дания (1988 г.), Швеция (1991 г.), Великобритания (1997 г.), Япония (1998 г.), Корея (1998 г.), Австралия (1998 г.), Исландия (1999 г.),<sup>365</sup> Южная Африка (1990 г.), Венгрия (1996 г.), Сингапур. По сути, мегарегулятор создан в Швейцарии. Вместе с тем «в Европейском Союзе сколько государств – членов ЕС, столько и отличающихся друг от друга структур финансового регулирования. Например, полностью интегрированные мегарегуляторы существуют в трех странах, в двух государствах регулирование в основном сконцентрировано в одном институте, в одном – существует конфедеральная система, в шести государствах – структура регулирования, состоящая из трех ведомств, и в двух – существующая система находится в процессе изменения. Что касается участия центральных банков, то в семи государствах банковский надзор находится внутри центрального банка или тесно связан с ним, в пяти – орган надзора над банками полностью независим от центрального банка, в двух – в основном независим, в одном государстве – осуществляется пересмотр системы».<sup>366</sup> Более подробно *международная практика* создания мегарегуляторов рассмотрена в *табл. 3.7*.

*Анализ табл. 3.7* позволяет сделать следующие выводы. **Во-первых**, часть мегарегуляторов создается на компактных рынках небольших стран, финансовый сектор которых не располагает широкой региональной сетью.

**Во-вторых**, большей частью функции мегарегуляторов (в 7 случаях из 11) ограничены надзором за финансовым сектором. Уже эти наблюдения показывают, что *общие ссылки* на международную практику как обоснование создания мегарегулятора в России по меньшей мере *неточны*. Вместе с тем вопрос об экономических причинах создания мегарегулятора, например, в Великобритании, Австралии и отчасти Японии, о действии тех же самых причинно-следственных связей в российской практике, пока остается пока открытым.

На самом деле такими основными причинами являются: *универсализация финансовых институтов* на открытых и либерализованных рынках; соз-

---

<sup>365</sup> Briault Clive. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator // Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.11-12.

дание **финансовых конгломератов**, в которых холдинговая компания или иным образом консолидированный собственник владеет несколькими финансовыми институтами, предоставляющими финансовые продукты, относящиеся к разным секторам финансового рынка; **перекрестные предложения** финансовых продуктов: банками – страховых, фондовых, пенсионных, коллективных инвестиций и т.д., страховыми и брокерско-дилерскими компаниями – банковских или подобных банковским; **секьюритизация** финансовых продуктов, создание банкоподобных продуктов и т.п.

Таблица 3.7

**Обзор международной практики создания мегарегуляторов**

Страна	Мегарегулятор	Выполняемые функции
<b>Мегарегуляторы, выполняющие как надзорные функции, так и функции установления правил</b>		
<i>Великобритания</i>	<i>Financial Services Authority</i>	С 1997 г. поэтапно аккумулирует <b>функции банковского надзора</b> (Bank of England, Supervision and Surveillance Division), <b>регулирующие</b> и <b>надзора</b> над строительными обществами, институтами ценных бумаг, страхования, коллективных инвестиций. Эти функции ранее выполнялись Building Societies Commission, Securities and Investments Board, Insurance Directorate of Department of Trade and Industry, Securities and Futures Authority, Personal Investment Authority, Investment Management Regulatory Organization, Friendly Societies Commission, Registrar of Friendly Societies. <sup>367</sup>
<i>Австралия</i>	<i>Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority</i>	Два мегарегулятора – <i>Australian Securities and Investments Commission (регулирование и надзор)</i> отрасли ценных бумаг и инвестиционных трастов, защита инвесторов во всех финансовых отраслях, включая отношения страховых компаний и банков с клиентами) и <i>Australian Prudential Regulation Authority (установление пруденциальных стандартов и надзор)</i> в отношении банков, страховых компаний, пенсионных фондов, небанковских кредитных организаций) находятся – совместно с <b>центральным банком</b> – под координирующим воздействием Совета финансовых регуляторов ( <i>Council of Financial Regulators</i> ), который обладает, скорее, не властными, а согласующими полномочиями <sup>368</sup>
<i>Канада</i>	<i>Office of the Superintendent of Financial Institutions</i>	Установление регулятивных правил и надзор за рядом финансовых институтов, если они регистрируются на федеральном уровне (банки, небанковские кредитные организации, страховые организации, трасты, институты пенсионного частного обеспечения)
<i>Сингапур</i>	<i>Monetary Authority of Singapore</i>	Регулирование всего финансового сектора, в том числе выполнение функций центрального банка, а через структурное подразделение – <i>Financial Supervision Group</i> – функций надзора и регулирования всего финансового сектора, включая банки, страховые компании, отрасль ценных бумаг
<i>Швейцария</i>	<i>Swiss Federal Banking Commission</i>	Функции регулирования входа на рынок, установления правил и надзора за банками, брокерами – дилерами, инвестиционными фондами, управляемыми банками, фондовыми биржами, организациями депозитарной и расчетно – клиринговой инфраструктуры. Пенсионная и страховая отрасли не входят в сферу регулирования
<b>Мегарегуляторы, выполняющие только (или преимущественно) надзорные функции</b>		
<i>Япония</i>	<i>Financial Supervisory Agency</i> (до июня 2000 г.) <i>Financial Services Agency</i> (после июня 2000 г.)	Действуя как мегарегулятор, является только органом <b>надзора</b> , исполняя <b>надзорные</b> функции в отношении банков, страховых организаций и отрасли ценных бумаг (в том числе проверки, финансовые расследования и принятие санкций)
<i>Корея</i>	<i>Financial Supervisory Commission</i>	Является только органом <b>надзора</b> , осуществляя указанные функции в отношении банков, страховых институтов, отрасли ценных бумаг, небанковских финансовых институтов
<i>Венгрия</i>	<i>Hungarian Bank-</i>	Осуществляет надзорные функции в отношении банков и отрасли ценных бумаг

<sup>366</sup> Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work? // Brussels: Speech 20 March, 2000.

<sup>367</sup> A New Regulator for the New Millenium // Financial Sevices Authority, U.K. – 2000, January. – 48 p.

<sup>368</sup> Annual Report 1998 // Council of Financial Regulators, Australia. – 1999. – 40 p.

	<i>ing and Capital Market Supervision</i>	
<i>Дания</i>	<i>Danish Financial Supervisory Authority</i>	Действует как «секретариат» (внешние связи и обеспечивающие функции) для <i>трех секторальных ведомств</i> (Danish Securities Council, Danish Insurance Council, Danish Pension Market Council), каждый из которых является <i>надзорным</i> органом для отрасли ценных бумаг, страхования и частного пенсионного обеспечения соответственно
<i>Норвегия</i>	<i>Banking, Insurance and Securities Commission</i>	Является только органом <i>надзора</i> , осуществляя указанные функции в отношении банков, страховых институтов, отрасли ценных бумаг, пенсионных фондов, небанковских финансовых институтов
<i>Швеция</i>	<i>Swedish Financial Supervisory Authority</i>	Надзор за банками и другими кредитными организациями, институтами ценных бумаг, инвестиционными фондами, страховыми компаниями <sup>369</sup>
<i>Финляндия</i>	<i>Financial Supervision</i>	Надзор за банками и другими кредитными организациями, институтами ценных бумаг, инвестиционными фондами, страховыми компаниями, рынками, депозитарной инфраструктурой
<i>Южная Африка</i>	<i>Financial Services Board</i>	Осуществляет <i>надзорные и «консультующие» функции</i> в отношении институтов ценных бумаг, страхования, частного пенсионного обеспечения, трастов и других, за исключением банков <sup>370</sup>

В этой связи важен рост *трансграничных предложений* диверсифицированных финансовых продуктов, предоставление услуг финансовыми институтами, подобных тем, которые оказывались организаторами торговли на финансовых рынках, вхождение в финансовый бизнес крупных предприятий реального сектора и торговли, диверсификация продуктов, возникающая в связи с развитием интернет – финансовой коммерции.

В *исследовании МВФ* отмечается, что «линии демаркации, которые когда-то разделяли операции банков и операции небанковских институтов становятся всё менее заметными. Всё в большей степени эти институты предлагают схожие продукты тем же самым клиентам. В некоторых случаях, если взглянуть на бухгалтерские балансы, перечень операций и источники денежных ресурсов крупных оптовых институтов, с трудом можно определить, какие из них являются «банками», а какие «домами ценных бумаг» (securities houses)». <sup>371</sup>

В соответствии с *исследованием* группы финансовых институтов, проведенным мегарегулятором *Financial Services Authority* (Великобритания), «восемь фирм... были лицензированы на ведение всех пяти основных видов деятельности, по которым нужно получение лицензии (привлечение депозитов, страхование, ценные бумаги и корпоративное финансирование, управление фондами, консультирование в области инвестиций и продажа инвестиционных продуктов розничным клиентам... Еще 13 фирм были лицензированы на ведение четырех из этих видов деятельности и более 50 других фирм имели лицензии на выполнение 3 из 5 функций. Двадцать лет назад даже крупнейшие британские финансовые институты обычно имели разрешение на ведение только одной из этих двух

<sup>369</sup> Annual Report 1998 //Finansinspektionen, Sweden. – 1999. – 32 p.

<sup>370</sup> Strategic Plan. Setting the Strategic Course for the 21<sup>st</sup> Century//Financial Services Board, SA. - 1999, October. – 32 p.

<sup>371</sup> International Capital Markets. Developments, Prospects and Policy Issues //Wash.: International Monetary Fund. – 1994, September. – P.15

функций... Исчезновение связи между определенным типом фирмы и ограниченным рядом продуктов, поставляемых этой фирмой, означает трудности регулирования на функциональном базисе... традиционный функциональный подход больше не соответствует структуре фирм и рынков.»<sup>372</sup> С ростом числа финансовых конгломератов (многофункциональных фирм) число согласований, коммуникаций, потребности в координации внутри и между государственными органами нарастают таким образом, что, по мнению идеологов мегарегулирования, даже при назначении «ведущего регулятора» для каждого финансового конгломерата не решаются проблемы управляемости и качества надзора.

Выходом из положения может быть **отказ** от регулирования по функциональному (или, что то же самое, секторальному) принципу и **создание мегарегулятора**. При этом мегарегулятор обычно оказывается построенным **внутри** по **секторальному принципу** - банки, страхование, ценные бумаги и т.п. – с выделением в своей структуре **«ведущих регуляторов»** - подразделений и лиц, ответственных, если следовать терминологии *Financial Services Authority*, за «комплексные группы» - финансовые конгломераты.

Великобритания и другие страны, где созданы мегарегуляторы, пошли значительно дальше **рекомендаций Международной организации комиссий по ценным бумагам** и других международных организаций, которые при надзоре за финансовыми конгломератами предлагали выделять «ведущего регулятора», налаживать обмен информацией, предпринимать совместные действия и т.п.<sup>373</sup>

**Применимость в России.** Из приведенного анализа очевидно, что даже для постановки вопроса о «мегарегуляторе» как о возможном решении должна быть достигнута высокая степень зрелости финансового рынка, должны вырасти крупные и диверсифицированные финансовые институты и группы, существование которых позволит поставить вопрос о переходе от преимущественно **функционального** (или, что то же самое, **секторального**) **регулирования** к **системе «ведущих регуляторов»** (с сохранением функционального принципа) - и далее к **кросс – секторному регулированию**, с возможным созданием **мегарегулятора**.

---

<sup>372</sup> Clive Briault. The Rationale for a Single National Financial Services Regulator //Financial Services Authority, UK. – 1999, May. – P.P.12 – 14.

<sup>373</sup> Supervision of Financial Conglomerates//Basle Committee on Banking Supervision, International Organization of Securities Commissions, International Association of Insurance Supervisors. – 1999, February. – 139 p.



В России, где финансовые институты имеют крайне низкую капитализацию, *создание мегарегулятора* преждевременно. Учитывая слабость ресурсов государства, *существование функциональных органов*, отвечающих за конкретные сегменты и отрасли финансового рынка крайне *важно*, так как это создает возможность *направленного внимания* и *целевых действий* по строительству или - точнее - содействию строительству своих «собственных» отраслей – страхования, ценных бумаг, банков, частного пенсионного обеспечения, коллективных схем инвестирования. Стоит укрупнить их регуляторов, как объем усилий, относящийся к каждой финансовой отрасли, резко сократится.

Для формирования мегарегулятора в России *нет экономической базы*: а) финансовый рынок крайне раздроблен, основан на очень мелких финансовых институтах, с низкой капитализацией, которым только предстоит вырасти в более диверсифицированный и крупный бизнес; б) региональные рынки замкнуты, отсутствует не только трансграничное, но даже в большой мере трансрегиональное предложение финансовых продуктов; в) финансовые продукты и деятельность российских финансовых институтов имеют упрощенную структуру; г) не существует группы и даже отдельных финансовых конгломератов, которые имели бы доминирующее положение в нескольких секторах рынка и представляли бы собой «переплетенный», со сложной организационной структурой универсальный бизнес; д) функциональным регуляторам только предстоит в будущем «вырастить» внутри своих секторов финансового рынка крупные компании, которые бы на основе реорганизаций и приобретений стали бы занимать ощутимые доли на рядом стоящих рынках финансовых продуктов.

Поэтому необходимо согласиться с *мнением* Говарда Дэвиса, главы финансового мегарегулятора Великобритании (Financial Services Authority), который отмечает следующее: «В Соединенном Королевстве мы решили, что создание мегарегулятора имеет смысл на наших очень открытых рынках, и мы определенно не жалеем об этом решении... Но если рассмотреть мировую практику, то можно найти много очень различных моделей регулирования... относительно которых ясно, что они хорошо работают в странах с различными типами финансового рынка и политических структур. Тот факт, что в Европе существует почти столько же моделей, сколько стран - членом в ЕС, является проблемой, когда решаются вопросы гармонизации. Но при этом совершенно невозможно



утверждать, что одна и та же модель является безусловно правильной для каждой страны».<sup>374</sup>

### ***Концепция разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела***

В 90-е годы в российских финансовых кругах постоянно велась *дискуссия* о *роли коммерческих банков* на рынке ценных бумаг, о *разграничении* полномочий регуляторов (Банка России и ФКЦБ России). Если смотреть более глубоко, то речь шла о *выборе национальной модели фондового рынка*, имеющей *черты сходства* либо с европейскими рынками, на которых доминируют банки («германская модель»), либо с американской моделью, одной из черт которой является построенная в 30-е годы и размытая в 70-е – 90-е годы «китайская» стена между коммерческим и инвестиционным банковским делом.<sup>375</sup> Эти дискуссии не новы. «Соединение в германских частных банках учредительских операций с депозитными до сих пор встречает возражения в кругу экономистов».<sup>376</sup>

Весь 1999 г. **ФКЦБ России** выступала с *предложениями* отделить коммерческие банки от рынка корпоративных ценных бумаг. *Дискуссия* и *противостояние* мнений и действий активно продолжались в 2000 г. В *исследовании*, проведенном в конце 1999 г. для близкого ФКЦБ России «Центра развития фондового рынка», делается *вывод* о том, что “долгосрочный вариант (решения конфликта между Банком России и ФКЦБ России. – авт.) предполагает... введение *запрета* на совмещение банковской деятельности и профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг в рамках одной организации” при том, что необходимо “выделить отделы кредитных организаций, осуществляющие деятельность на рынке ценных бумаг в

<sup>374</sup> Davies Howard, Chairman, Financial Services Authority. The Single Financial Market in Five Years Time: How Will Regulation Work? //Brussels: Speech 20 March, 2000.

<sup>375</sup> И в практике США, и на международных рынках инвестиционный банк (investment bank) – это брокерско-дилерская фирма, которая, в числе прочих услуг, занимается корпоративными ценными бумагами, прежде всего организацией их первичного размещения на рынке ценных бумаг и торговлей за собственный и клиентский счет. Когда говорят о разграничении коммерческого и инвестиционного банковского дела, имеют в виду прежде всего отчуждение коммерческих банков от брокерских, дилерских и андеррайтинговых операций с корпоративными ценными бумагами. В России часто отождествляют инвестиционные банки с так называемыми банками развития (development banks). Поэтому тезис о формировании инвестиционных банков может быть понят как призыв к созданию специализированных банков, которые будут накапливать долгосрочные финансовые ресурсы и вкладывать их на длительной основе в производство. На самом деле речь идет о брокерско-дилерской компании, о подмене правового термина (брокер-дилер) экономическим (инвестиционный банк).

<sup>376</sup> Бухвальд Бруно. Техника банковского дела. – М.: Изд-во Товарищества «Мир», 1914. – С. 16.

отдельные юридические лица, полностью принадлежащие кредитным организациям. При этом регулирование должно стать функциональным – ЦБР будет регулировать кредитные организации, а ФКЦБ – деятельность юридических лиц, принадлежащих кредитной организации.»<sup>377</sup>

В марте 2000 г. в *концептуальном документе* Национальной ассоциации участников фондового рынка (*НАУФОР*)<sup>378</sup> выдвигался *тезис* о том, что “для организации оптимального инвестиционного процесса реформа банковской системы должна быть направлена на *разделение банков на две группы: коммерческие и инвестиционные банки*” (С. 27). Отмечалось, что «необходимо... максимальное *развитие специализации* на основе принципа реализации основных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг как исключительных; переход от системы универсальных финансовых институтов к специализированным» (С. 23).

С другой стороны, *Национальная фондовая ассоциация* считает, что «в России должна внедряться современная (т.е. учитывающая последние тенденции развития) *конвергенционная модель*» развития фондового рынка (С. 6), имея в виду сближение германской и американской моделей в 70-е – 90-е годы.<sup>379</sup> «Американская модель» рынка ценных бумаг... признана профессиональным сообществом неподходящей для России, поскольку привела бы российский фондовый рынок к провинциализму... при отсутствии важнейшей категории его участников» (С. 22).

Попытки предоставить преимущества в операциях на рынке ценных бумаг исключительно брокерским компаниям продолжают по настоящее время (2001 г.). Например, в проекте Федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (направлен на рассмотрение Государственной Думы группой депутатов в марте 2001 г.) предусматривалось (ст.10), что «совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг с иными видами деятельности не допускается, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами». В такой редакции это положение было прямо направлено на исключение коммерческих

<sup>377</sup> Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.128.

<sup>378</sup> Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России//Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март.

банков из профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, так как действующая в это время (2001 г.) редакция Закона РФ «О банках и банковской деятельности» не предусматривала в составе банковских операций ведение брокерско – дилерской и других видов профессиональной деятельности, делала лишь отсылку на другие федеральные законы, которые могли разрешить банкам проводить «иные сделки».

В связи с *поляризацией мнений* на российском финансовом рынке *в настоящей работе* необходим подробный *анализ аргументов* «за» и «против» в дискуссии об универсальности коммерческих банков.

### *Исторический аргумент*

Нельзя отрицать *исторических традиций* в экономической практике. Если их приходится ломать, то делать это нужно крайне осторожно, обоснованно, медленно подвигаясь в сторону нужного результата (как это делают сейчас в Германии, стимулируя развитие рынков акций, и как это делают в США, постепенно устраняя «китайскую стену» между коммерческим и инвестиционным банковским делом). В 90-е годы российский фондовый рынок повторил *основные черты дореволюционного рынка* ценных бумаг: *а)* преобладание банков; *б)* долговой характер и незначительная роль акций; *в)* сильное влияние государства и слишком значительная доля государственных ценных бумаг; *г)* схожесть с германской моделью фондового рынка; *д)* выполнение банками операций по учредительству и размещению ценных бумаг на первичном рынке, комиссионных операций с ними, инвестиций за собственный счет в акционерные капиталы предприятий. «Исторически наши фондовые биржи являются органами банков... Самостоятельные русские эмиссии мыслимы только при непосредственном участии банков».<sup>379</sup> «Круг операций русских банков краткосрочного кредита («кредитных», как принято называть их в Германии), в общем, соответствует операциям таких же банков в Германии».<sup>381</sup>

Известно, что в XIX в. российская финансовая практика во многом следовала за германской. Индустриализация Германии в XIX в. была тесно переплетена со становлением универсальных германских банков и поддержкой, которую они оказывали промышленности как кредиторы и

<sup>379</sup> Программа развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации //Национальная фондовая ассоциация. – 2000, Апрель.

<sup>380</sup> Боголепов М.И. Биржи и банки // Банковская энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковской Энциклопедии. – 1913.- С. 382.

совладельцы предприятий. Уже в это время проявились отличия германской модели финансирования реального сектора от англо-американской, которые впоследствии стали «традиционными», «историческими». «Чем дальше находилась страна в сравнении с Великобританией, тем в большей мере банки (и правительство) замещали инициативу независимых предпринимателей... особенно тесные взаимоотношения существовали между группой крупнейших банков и важнейшими промышленными компаниями – взаимоотношения, которые были очень отличными от тех, которые наблюдались в Великобритании и Франции».<sup>382</sup> «..Мало того, что банк может кредитовать акционерное общество... он может также часть своего денежного капитала вложить в акции на... продолжительное время... Во всех этих случаях возникает длительная заинтересованность банка в акционерном обществе: с одной стороны, банк должен контролировать акционерное общество, чтобы получить гарантию правильного использования кредита; с другой стороны, банк подчиняет себе акционерное общество, чтобы обеспечить для себя все прибыльные финансовые операции. Из этой длительной заинтересованности банков возникает стремление подчинить соответствующие акционерные общества своему постоянному контролю, что лучше всего достигается посредством представительства в советах... Это же представительство дает одновременно гарантию, что все остальные сделки, связанные с эмиссионными операциями, останутся за банком... По новейшей адресной книге 1909 г. ...из различных профессий, представленных в составе советов, наиболее сильно представлена банковая профессия...».<sup>383</sup>

Если революционно (а не постепенно, как это делают в германоязычных странах) отказываться от *традиции универсального банковского дела* (на которую настроено и российское гражданское законодательство), то для этого нужны масштабные исследования и весомые аргументы.

### ***Практика США***

В 90-е годы ФКЦБ России последовательно пыталась воспроизвести в России *американскую модель рынка ценных бумаг*, с разделением (по акту Гласса- Стигала) коммерческого и инвестиционного банковского дела. Но ***в США это разделение постепенно перестает существовать***. С конца 70-х годов коммерческие банки начали возвращаться на рынок корпоративных ценных бумаг, брокерских и дилерских операций, услуг по инвестиционному консультированию. В частности, им разрешено напрямую или через дочерние компании осуществлять брокерские услуги, инвестиционное консультирование, андеррайтинг и дилинг с ипотечными и муниципальными облигациями, долями

---

<sup>381</sup> Бухвальд Бруно. Техника банковского дела. – М.: Изд-во Товарищества «Мир», 1914. – С. 38.

<sup>382</sup> Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. – P. P. 129-130.

<sup>383</sup> Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. – Москва - Ленинград: Государственное социально – экономическое издательство, 1931. – С. 127-128.

трастов, коммерческими бумагами и другими финансовыми контрактами, андеррайтинг и дилинг с корпоративными долговыми бумагами и акциями (через дочерние компании, в строго ограниченных случаях), консультировать поглощения и разделения компаний, частные размещения ценных бумаг.

В конце 1999 г. в соответствии с Gramm- Leach-Bliley Act of 1999 (подписан Президентом США и введен в действие в ноябре 1999 г.) в США произошли масштабные изменения, «финансовая модернизация», означающая разрушение «стены» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, возрождение концепции универсального банка в США. Предусмотрено формирование финансовых холдингов, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами (так называемые «корпорации с полным набором финансовых услуг»). Будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско - дилерские фирмы. В рамках финансовых холдингов (с доминированием банков) будут возможны инвестиции в акции и корпоративные долговые ценные бумаги.

Препятствует ли Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США этим изменениям? Нет, она поддерживает их. «Объявленное слияние Travelers и Citicorp, которое должно создать наиболее крупный в мире концерн финансовых услуг и наиболее диверсифицированный в Америке (со времен Великой Депрессии) портфель финансовых услуг под одной крышей, показало, *насколько архаичным стал акт Гласса- Стигала*».<sup>384</sup> Основная цель действий Комиссии - не сохранение разделения инвестиционных и коммерческих банков, а обеспечение брокерским фирмам равных - с коммерческими банками - конкурентных условий на рынке, распространение на банки регулирования, обеспечивающего должную защиту инвесторов и поддержание эффективного рынка ценных бумаг.

### *Практика Германии*

---

<sup>384</sup> Testimony of Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission, Concerning H.R. 10, the "Financial Services Act of 1998", Before the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, June 25, 1998.

В последнее десятилетие в рамках объявленной концепции Германии, как *мирового финансового центра*, в этой стране происходит подлинная *финансовая революция*:

- резко усиливается роль рынков акций, всё более дробной становится структура акционерных капиталов, прежде всего, средних и малых компаний;

- быстро увеличивается международный сегмент фондового рынка, он становится более открытым, публичным, инновационным;

- на универсальные банки и германских эмитентов накладывается регулятивная инфраструктура, свойственная публичному рынку акций: раскрытие информации, регулирование конфликтов интересов, возникающих в торговых практиках и при продаже ценных бумаг, надзор за фондовым рынком, осуществляемый независимым государственным регулятором, и др.;

- всё большее значение играют небанковские брокерские компании и инвестиционные консультанты, выполняющие роль инновационных, более рискованных игроков на рынке;

- структура предлагаемых на рынке финансовых продуктов всё в большей мере учитывает спрос международных инвесторов (переход вместо предъявительских на именные акции, повышение роли акций, быстрое развитие срочных инструментов и т.д.);

- коммерческие банки создают финансовые холдинги, переводя часть бизнеса по ценным бумагам в дочерние компании (например, находящиеся в Лондоне и других столицах и финансовых центрах мира).<sup>385</sup>

### ***Международная практика***

Как указывалось выше (*пункт 2.1.3*), по оценке, из более чем **30 наиболее развитых страновых рынков** ценных бумаг примерно 40-45% составляют рынки с «китайской стеной» между коммерческим и инвестиционным банковским делом, 40-45% - смешанные рынки и 10-15% носят чисто банковский ха-

---

<sup>385</sup> Примеры по Deutsche Bank (дочерние компании – операторы на рынке ценных бумаг, управляющие инвестиционными фондами) – Deutsche Bank Alex Brown, Deutsche Bank Securities Inc., Deutsche Bank Investment Management Inc., Deutsche Fund Management (США), Deutsche Securities Sociedad de Bolsa S.A. (Аргентина), Deutsche Holdings Australia Limited (Австралия), Deutsche Bank S.A. – Bancj Alemao (DB S.A.), Deutsche Bank Securities Limited (Канада), Deutsche Morgan Grenfell (Великобритания, с дочерними компаниями в Канаде, Ирландии, Японии, Корее, Испании, в США, во Франции, на Тайване и др. странах), Deutsche Securities Limited (Гонконг с филиалом в Токио), DB Investment Management (Люксембург), Deutsche Bank de Investimento, S.A. (Португалия), Deutsche Capital Singapore Limited, DB Funds Management Limited (Сингапур), DB International Portfolio Management, S.A. (Испания), DBMG Fidu-

ракти. Из *55 формирующихся рынков* (см. пункт 2.1.4) *смешанные рынки*, операции банков на которых могут составлять до 75% их оборота, составляют 50-53%, *брокерские рынки*, на которых значительную долю занимают *дочерние компании иностранных банков*, – 20 – 22%, *брокерские рынки*, на которых преобладают, по оценке, *местные брокерские компании*, – 27 –30%.

И США, и Германия показывают примеры *конвергенции двух моделей организации рынка ценных бумаг и систем финансирования* хозяйства. Эту тенденцию конвергенции можно считать *международной* (см. пункт 2.1.3).

### *Аргументация - «за» и «против» универсальных банков*

*Спорные основания акта Гласса-Стигала.* Например, в публикации JPMorgan (<http://what.inet.jpmorgan.com/>, 13.02.99) доказывалось, что банкротства банков, послужившие непосредственным поводом в 30-е годы для разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела, не были связаны с их операциями на рынке ценных бумаг. В статье Лоретты Местер<sup>386</sup> на примере группы исследований показано, что в 20-е годы эмиссии корпоративных ценных бумаг, андеррайтерами которых были банки, демонстрировали лучшее инвестиционное качество (меньшие кредитные риски), чем эмиссии, организованные брокерско - дилерскими компаниями. В исследовании Ш. Каломириса, посвященном финансовой истории<sup>387</sup>, доказывалось, что модель универсального банка более приемлема для развивающихся экономик, что финансовые издержки на индустриализацию (1870- 1913) в Германии были ниже, чем в США (именно в связи с тем, что в Германии была принята модель универсальных банков).

*Экономические аргументы «за» и «против».* Обычно к аргументам «за» относят: *опыт устойчивого развития* финансово- банковского сектора Германии (при полном выполнении им задач по финансированию инвестиций); *снижение рисков* за счет диверсификации услуг, синергии коммерческого и инвестиционного банковского дела, более крупных капиталов банков; *комплекс-*

---

ciary Services Ltd., DWS Investment (Schweiz) AG (Швейцария) и др. Данные опубликованы на сервере «Дойчебанка» в Интернете [www.db.com](http://www.db.com).

<sup>386</sup> Mester Loretta J. Repealing Glass – Steagal: the Past Points the Way to the Future // Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review. – 1996. – July / August. – P.P. 3-20.

<sup>387</sup> Calomiris Charles W. Universal Banking and the Financing of Industrial Development / Policy Research Department, Financial Sector Development Department of the World Bank. - Wash.: World Bank, November 1995 - The World Bank Policy Research Paper № 1533. - 20 p.



*ность обслуживания* клиентов; создание *равных конкурентных условий* на финансовом рынке; *экономия издержек*; *большую устойчивость* универсального банка к циклическим колебаниям и т.д. Подробный анализ преимуществ универсального банковского дела (сопоставление европейского опыта и практики США) дан Х.-У.Дёригом.<sup>388</sup>

Аргументы «против» сводятся к *различиям* природы инвестиционного и коммерческого банковского дела, излишней *концентрации власти* у банков, непреодолимости *конфликтов интересов*, росту *рисков* в банковской системе (в которой особенно важны критерии устойчивости и благоразумного ведения финансовых операций), невозможности должной *защиты инвесторов* и др.

Во всяком случае, даже простое перечисление аргументов говорит о том, что выбору модели рынка ценных бумаг и банковского дела в стране должны предшествовать длительные дискуссии, тщательное изучение экономических последствий того или иного решения, что должны быть созданы рабочие группы, собраны мнения и аргументы для того, чтобы вынести взвешенное мнение, соблюсти *баланс интересов*, по выражению А. Левита (Председателя Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США).

**Обобщающие исследования.** Важным моментом в дискуссии об универсальном банковском деле и моделях рынка ценных бумаг стала *публикация* в 1998 г. *Банком международных расчетов* аналитического *отчета*, в котором дан *обзор* и суммируются *итоги* многолетних исследований в этой области.<sup>389</sup> Что очень важно, подвергаются анализу, прежде всего, *количественные исследования*, которые были проведены в последние десятилетия с тем, чтобы доказать или опровергнуть аргументы “за” и “против”, используемые в дискуссии о моделях рынка ценных бумаг. Основные *выводы* отчета:

- «в потенциале может быть получен значительный рост эффективности за счет соединения традиционной деятельности коммерческого банка с операциями на рынке ценных бумаг» (Р. 20). Основные *источники роста эффективности*, подтверждаемые количественным анализом: *а) установление более глубоких отношений «банк-клиент»* (взаимная лучшая информированность, более длительные отношения, большее доверие, более широкий круг финансовых продуктов, предос-

<sup>388</sup> Дёриг Ханс – Ульрих. Универсальный банк – банк будущего. – М.: Международные отношения, 1999. – С. 21-80.

<sup>389</sup> Santos Joao A.C. Commercial Banks in the Securities Business: a Review. - Basle: Bank for International Settlements, June 1998. – 29 p.

тавляемых клиенту, лучшее обслуживание его финансовых потребностей, снижение издержек на привлечение денежных ресурсов как банком, так и клиентом, лучшее информационное посредничество между эмитентом и инвестором в силу более глубокого знания клиента и т.д.), **б) экономия издержек на масштабе финансовых операций** («издержки одной организации на производство данного набора продуктов меньше издержек нескольких специализированных фирм, производящих тот же набор продуктов» (P.7);

- «что касается **конфликтов интересов**, то стремление и возможности использовать эти конфликты ограничены значением, которое банки придают своей репутации, и ожидаемым рациональным поведением инвесторов... Конфликты интересов не составляют основательной причины для запрещения банкам выполнять операции с ценными бумагами» (P.20). **Эмпирические исследования** конфликтов интересов, связанных с коммерческими банками, «не дают очевидных сильных свидетельств, что банки используют эти конфликты» (P.11). В частности, сравнительные исследования деятельности коммерческих банков и брокерско-дилерских фирм показали, что банки предлагают клиентам более качественные инвестиционные продукты и по лучшей цене, чем брокеры – дилеры (P.P.11-12);

- как и в кредитной деятельности, **риск** в операциях с ценными бумагами **поддается урегулированию** и, соответственно, не может служить причиной для вывода банков из фондового бизнеса в качестве институтов, к финансовой безопасности которых предъявляются повышенные требования (P.20). В частности (P.P. 13-14), брокерские операции и андеррайтинг, выполняемый на агентских условиях, не несут серьезного финансового риска, являются услугами. В андеррайтинге за собственный счет риск в значительной степени снимается тем, что андеррайтеры значительно занижают цены на размещаемые ценные бумаги в сравнении с ценами, которые они получают за них при последующем выводе на вторичный рынок. Что касается операций за собственный счет на вторичном рынке ценных бумаг, то исследования показали, что универсальные коммерческие банки в США до начала 30-х годов вели эту деятельность с большей осторожностью, меньшими прибылями и меньшим риском, чем брокеры – дилеры. Тем не менее «исследования потенциального риска банков в операциях с ценными бумагами имеют смешанные результаты. И всё же представляется, что эти результаты опровергают идею, что бизнес с ценными бумагами несет высокие риски для банков... они показывают, что бизнес с ценными бумагами дает банкам – до определенной степени – преимущества диверсификации» (P.16);

- что касается **выбора корпоративной структуры** (фондовый бизнес внутри банка, в составе дочерней компании банка или в составе холдинга, который владеет как банком, так и брокером – дилером), то «не существует какого-либо фундаментального подтверждения того, что банкам... должен быть огра-

ничен выбор корпоративной структуры» (Р.20), в рамках которой ведется бизнес с ценными бумагами. «Дебаты в отношении корпоративной отделенности бизнеса по ценным бумагам остаются незаконченными. Эффективность корпоративной отделенности подвергается сомнению с различных точек зрения, и ни одна из двух моделей, которые на практике используются, чтобы осуществить разделение бизнеса, – модель холдинговой компании и модель банка – материнской компании, – не доказала своего превосходства над другой. Однако остается фактом, что в тех странах, где банки имеют большую свободу действий в выборе своей корпоративной структуры для интеграции фондовых операций с коммерческими банковскими операциями, они в целом предпочитают вести эту деятельность внутри банка (как это происходит в Германии, Италии и Швейцарии) или осуществлять их через дочернюю компанию (как в Великобритании). Модель холдинговой компании доминирует в США, но это представляется результатом регулятивных предписаний» (Р.19).

**Конечный вывод** отчета, опубликованного Банком международных расчетов в Базеле: «учитывая потенциальные преимущества от соединения традиционного коммерческого банковского дела с бизнесом по ценным бумагам, представляется желательным дать возможность коммерческим банкам войти в этот бизнес, предоставив им свободу выбора корпоративной структуры» (Р.21).

### ***Экономические последствия отделения в России банков от рынка ценных бумаг***

Что произойдет, если завтра разделить в России коммерческое и инвестиционное банковское дело? Способны ли брокерско - дилерские компании, во-первых, обеспечить без банков ликвидность рынка ценных бумаг, и, во-вторых, выполнить свою основную функцию - привлечение инвестиций в экономику (организация и андеррайтинг крупных корпоративных эмиссий, портфельные инвестиции в предприятия, их брокерско - дилерское сопровождение)? Эта тема нуждается в специальных исследованиях; оценки, которые будут приведены ниже, носят предварительный характер.

#### ***Если банки уйдут с фондового рынка, какая доля рынка исчезнет?***

И **ММВБ**, и **РТС** являются **смешанными рынками**, на которых работают и **банки**, и **брокерско - дилерские компании**, часть из которых являются дочерними компаниями банков. При этом доля банков среди участников колебалась от 30% (РТС) и примерно 70% (ММВБ) в 1997 г. до 35 -37% (РТС) и 63 -65% (ММВБ) в 1999 - 2001 гг. (см. **табл. 3.8**).

**Табл. 3.8** хорошо показывает, что рынки (РТС и ММВБ), созданные в начале соответственно как брокерские и банковские, всё в большей степени приобретают смешанный – с точки зрения участников - характер. Доля банков в численности членов РТС повышается. С другой стороны, растет доля брокеров в общем количестве финансовых посредников, работающих в сегменте ценных бумаг на ММВБ. В 1998 г. на коммерческие банки приходилось 31% общего объема сделок с акциями, заключенных за год в РТС-1, в 1999 г. – 21.3%, в 2000 г. – 20.1%<sup>390</sup> (в 1999 – 2000 г. г. произошел отток участников на ММВБ). На ММВБ (обороты торгов по акциям на которой в 1999 г. были в 1.25 раза, в 2000 г. – в 3 раза, в 2001 г. – в 5.5 раз выше, чем в РТС (см. **табл. 1.3**), по оценке, на операции банков приходится не менее 35% объема торгов по акциям (по долговым ценным бумагам доля банков значительно выше).<sup>391</sup>

**Таблица 3.8\***

**Доля банков в составе профессиональных участников российского рынка ценных бумаг**

Рынки	1997		1999 (ноябрь)		2001 (июнь)	
	Доля банков в общем количестве участников	Доля брокерских компаний в общем количестве участников	Доля банков в общем количестве участников	Доля брокерских компаний в общем количестве участников	Доля банков в общем количестве участников	Доля брокерских компаний в общем количестве участников
ММВБ	н/д	н/д	69.6	30.4	63.7	36.3
РТС	27.9	72.1	35.4	64.6	36.7	63.3

\*Расчет на основе данных ММВБ, РТС (1997 г., ноябрь 1999 г., июнь 2000 г.).

Таким образом, **доля банков на рынке акций составляет примерно 30 - 35%**. Нетрудно догадаться, что произойдет с рынком акций (который и так незначителен по объемам), с его ликвидностью, если изъять 30 - 40% его мощностей. Если же быть последовательными и в разделении коммерческого и инвестиционного банковского дела и запретить дочерние брокерские компании банков и их операции с акциями и корпоративными облигациями (повторение акта Гласса - Стигала в России в том виде, какой он имел до финансовой модернизации, проведенной в США в ноябре 1999 г.), то речь пойдет о разрушении более чем 60 - 65% потенциала рынка.

**Вставка**

<sup>390</sup> Расчеты проведены по данным РТС ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)) (брокерские компании, в т.ч. крупнейшие, являющиеся дочерними по отношению к банкам, в расчет доли банков не включены).

<sup>391</sup> Оценка проведена по данным ММВБ. Например, в июне 2001 г. доля банков в объеме операций 50 крупнейших операторов рынка акций на ММВБ составляла 34.4%.

Доля банков и их обороты на рынке ценных бумаг стран СНГ и Балтии (Эстония, Латвия, Литва, Армения, Белоруссия, Казахстан) могут достигать до 75 – 80% их объемов. В этом случае уход коммерческих банков с фондового рынка означал бы потерю не менее 50-70% его мощностей, в зависимости от развитости небанковских инвестиционных институтов отдельных стран, что, безусловно, сказалось бы отрицательно на состоянии этих рынков и привело бы их к глубокому кризису».

Варганов А. Банки в структуре фондовых рынков стран СНГ и Балтии / Дипломная работа в Финансовой академии при Правительстве РФ. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2001. – С. 63.

**Являются ли брокерско - дилерские компании настолько финансово сильными, чтобы осуществлять корпоративное финансирование?** В 90-е годы рынок акций был исключительно спекулятивным. Ему еще только предстоит выполнить свое инвестиционное предназначение в России. Корпоративное финансирование под инвестиционные проекты под силу только тем финансовым институтам, которые имеют достаточные капиталы, накопленную прибыль, легкий доступ к финансовым ресурсам. **Сравнительная характеристика** банков и брокерско - дилерских компаний по размерам собственных капиталов (на конец марта 2001 г.) приведена в **табл. 3.9**.

**Таблица 3.9\***

**Величина чистого капитала, размещенного в ликвидных активах, банков и брокерских компаний - членов РТС, участвующих в торгах, %\***

Финансовые посредники	Всего	В том числе					
		Отрицательный ликвидный чистый капитал	Ликвидный чистый капитал до 200 тыс. долл.	Ликвидный чистый капитал > 200- 500 тыс. долл.	Ликвидный чистый капитал > 500 тыс. - 1 млн. долл.	Ликвидный чистый капитал > 1-2 млн. долл.	Ликвидный чистый капитал > 2 млн. долл.
Всего	100	5.6	17.5	22.2	7.9	6.3	40.5
в т. ч.				март 2001			
-брокеры	100	6.8	25.0	31.8	11.4	9.1	15.9
-банки	100	2.6	-	-	-	-	97.4

\* По данным РТС. Рассчитывается как разница между ликвидными активами и краткосрочной задолженностью по компаниям, данные о ликвидном чистом капитале которых публикуются РТС.

**Табл. 3.9** хорошо показывает, что несмотря на масштабы кризиса, поразившего банковскую систему в 1997-1998 гг., банки, тем не менее, существуют как более устойчивые (по критерию капитала) институты, способные обеспечить на порядок более крупное финансирование, чем брокерские компании (как правило, небольшие, принимающие высокие риски фирмы, в значительной мере убыточные, обслуживающие большей частью спекулятивных инвесторов, в мас-

се своей пока не способные обеспечить доступ предприятий к значительным долгосрочным денежным средствам).

Возникает вопрос: могут ли брокерские компании, более 60% которых имели до кризиса ликвидный чистый капитал до 0.5 млн. долл., после гипотетического разделения банков (как предлагала ФКЦБ России в 1999 г.) на инвестиционные и расчетные, профинансировать инвестиции в такой капиталоемкой модернизации, которая предстоит России, создать массовый и ликвидный рынок корпоративных ценных бумаг, выступать в такой требующей капиталов роли, как андеррайтинг? Ответ на это вопрос – отрицательный.

Этого не могут в полной мере и российские банки, так как они в основном тоже небольшие финансовые институты. Тем сильнее негативное влияние, которое может быть оказано на инвестиции и экономический рост самой попыткой сужения роли крупнейших в России финансовых институтов (коммерческих банков) в прямых операциях на рынке ценных бумаг в качестве инвесторов, посредников, консультантов, кредиторов, андеррайтеров.

Основной **вывод: универсальность** российских банков, выбор в настоящее время **смешанной модели** фондового рынка, на котором с равными правами должны действовать как универсальные коммерческие банки, так и брокерско – дилерские компании, неизбежно вытекают из **структуры** собственности в России, из долговой **природы** финансирования хозяйства в стране, из фактической **роли** банков на рынке ценных бумаг.

Экономические **дискуссии**, ведущиеся с начала 30-х годов, не дали **ни одного неопровержимого аргумента**, который свидетельствовал бы о настоятельной **необходимости запрета** для коммерческих банков работать на рынке корпоративных ценных бумаг. При этом **требование** перейти к чисто «американской» модели находится **в противоречии** с международными **тенденциями**, со стремлением всех рынков к **универсализации** финансовых услуг и секьюритизации. Его реализация может нанести огромный **ущерб** российскому рынку ценных бумаг, на котором реально действует не более нескольких десятков жизнеспособных брокерских компаний.

**Концепция создания в России инвестиционных банков как особых финансовых институтов**

В российской практике часто происходит *подмена понятий*, когда под инвестиционными банками имеются в виду *банки развития* (development banks), привлекающие средства на долгосрочной основе и вкладывающие их в инвестиционные проекты. Например, в послании Президента РФ Федеральному собранию от 30 марта 1999 г. «Россия на рубеже эпох (о положении в стране и основных направлениях развития Российской Федерации)» указывалось, что «Банк России и Правительство начали работу по восстановлению банковской системы. Но если ее восстанавливать в прежнем виде, то ничего иного, кроме...старых проблем, мы не получим. Пора более решительно двигаться в сторону специализации банков, выделив для начала две группы: банки - расчетные центры и инвестиционные банки». В Указе Президента РФ «Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров» (в редакции от 16 октября 2000 г. №1756) предлагается «создать развитую систему различных форм коллективного инвестирования, в том числе... через инвестиционные банки». Постановлением Правительства РФ «О мерах по развитию системы ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации» (в редакции от 8 мая 2002 г.) предусмотрено, что к инвесторам в ценные бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами, «относятся... инвестиционные банки».

В международном деловом обороте, как и на финансовом рынке США, *инвестиционный банк* (investment bank) - это просто *брокерско-дилерская фирма*, которая выполняет полный круг операций на рынке ценных бумаг, в том числе - в более узком понимании инвестиционного банковского дела – предоставляет услуги на первичном рынке ценных бумаг (андеррайтинг и размещение эмиссий, выкуп корпоративных ценных бумаг). Для создания инвестиционных банков в России не нужно особого законодательства – оно уже есть – необходимы рекапитализация, укрупнение и финансовое оздоровление брокерско-дилерских компаний, более подробная правовая регламентация технологий первичного рынка ценных бумаг. Важен *отказ от идеи создания инвестиционных банков как особого финансового института*, отличающегося от коммерческих банков и брокерско – дилерских компаний.

### ***Концепции ввоза в Россию иностранных финансовых активов***

Кризис 1998 г. и практическое разрушение российского рынка ценных бумаг, отсутствие на внутреннем рынке финансовых активов инвестиционного качества уже в конце 1998 г. привели к *попыткам обосновать* и осуществить *ввоз в Россию иностранных финансовых активов*. Российские мелкие инвесторы, действующие на свой страх и риск, паевые инвестиционные фонды,



крупный бизнес, обнаруживший, что в России не во что вложить деньги, оказались заинтересованными в том, чтобы на законной основе покупать в своей стране иностранные ценные бумаги или свидетельства о собственности на них (депозитарные расписки).

Предложения в этой области, рассчитанные на внутренних инвесторов, сводились либо к *прямому допуску иностранных ценных бумаг* к обращению *на внутреннем рынке*, либо к *созданию российских депозитарных расписок*, базой которых были бы депонированные за рубежом иностранные ценные бумаги. В частности, весной 1999 г. **ФКЦБ России** выставила на обсуждение *два проекта*,<sup>392</sup> создающих базу для ввоза и обращения внутри страны иностранных ценных бумаг. Эта линия была продолжена в конце 1999 г., когда в упомянутом отчете **“Cadogan Financial”** предлагалось “предоставление компаниям, зарегистрированным за рубежом, но имеющим в России значительные интересы, права регистрировать свои акции на российской бирже в иностранной валюте”.<sup>393</sup> Суть *первого проекта* ФКЦБ России заключалась в следующем. Разрешался своеобразный *бартер* - покупка для россиян за границей иностранных ценных бумаг (и выпуск под них в России депозитарных расписок) против покупки для иностранцев в России отечественных ценных бумаг. При этом внешне соблюдался паритет, происходил бы только обмен бумажными ценностями, никакие деньги российскую границу в этом случае не пересекали (что было важно с точки зрения валютного регулирования). Вместе с тем объективно этот *проект* создавал *основу для «внутренней эмиграции» капиталов* в России. У российских инвесторов - долгосрочный интерес к надежным и доходным западным финансовым активам. У иностранных инвесторов (и это доказывается всей практикой последних лет) преобладают спекулятивные цели, их деньги – короткие, «горячие», на скачках курсов российских бумаг можно получить очень высокую доходность. Соответственно, *высока вероятность*, что если бы этот проект был осуществлен, то в короткое время приобретенные за счет бартера российские ценные бумаги были бы проданы, а деньги иностранцами выведены за границу. Чистый результат в этом случае был бы следующим:

---

<sup>392</sup> Миркин Я.М. Государство поощряет вывоз капитала из России // Время – МН. – 1999, 15 апреля.

<sup>393</sup> Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала // Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – P.35.

в активах российских инвесторов акции западных компаний, а им адекватный денежный капитал - в иностранных финансовых институтах.

*Второй проект* ФКЦБ России предполагал *упрощенный допуск* зарубежных ценных бумаг на российский рынок, если деньги от их продажи российским инвесторам будут вложены иностранцами внутри страны. И в этом случае можно было *прогнозировать*, что деньги будут инвестированы, но только на короткий срок, формально условие будет выполнено, а затем средства будут выведены из страны. Проект ФКЦБ России не содержал ни малейших ограничений на этот счет. Итог был бы тот же, что и в первом случае, т.е. чистый экспорт капитала из России.

ФКЦБ России предлагала указанные проекты *в 1998 –1999 гг.*, в качестве *решений по преодолению кризиса* на российском рынке ценных бумаг. Хотя, объективно оценивая макроэкономические последствия, *лучшего способа углубить кризис в этот момент*, чем завезти в страну иностранные финансовые активы, обеспечить им упрощенный порядок обращения, вывезти вложенные в них деньги за границу, усилить спекулятивные колебания на рынке отечественных бумаг, сократить и без того очень ограниченный спрос на них российских инвесторов, наверное, не было. С учетом крайнего дефицита финансовых ресурсов внутри России на цели инвестиций и уже состоявшегося массового вывоза капитала, *указанные проекты* в случае их реализации в 1999 г. (как и при кризисах 1997- 1998 гг.) вели бы к *превышению* той необходимой *степени либерализации движения капиталов*, которая может быть дозволена инвестиционной обстановкой и требующимися мерами по защите внутреннего финансового рынка.

*Открытые границы* в либеральной рыночной экономике, *свобода движения капиталов*, обращение на внутреннем рынке иностранных финансовых инструментов - это *позитивные задачи*. Вместе с тем крайне важна *своевременность* их постановки и решения. Отрицательные последствия, к которым могла привести в 1999 г. реализация проектов ФКЦБ России по выпуску российских депозитарных расписок и упрощенному допуску иностранных ценных бумаг на внутренний финансовый рынок, очевидны.

Вместе с тем сама *идея обращения внутри России иностранных финансовых активов* должна быть реализована в такой *форме*, которая привела

бы, *во-первых*, к развитию внутреннего финансового рынка, и, *во-вторых*, не создавала бы несвоевременно – при крайне слабых стимулах к инвестициям внутри страны - канала для вывоза внутренних денежных ресурсов за границу. *Концепция* создания в Москве *специализированных рынков*, которые удовлетворяли бы этим требованиям, содержится в *разделе 4*.

### ***Единственность СРО, регулирующей определенный вид профессиональной деятельности***

В 1999 – 2000 гг. велись *дискуссии* по поводу того, должна ли быть *единственной саморегулируемая организация*, которая “закреплена” за определенным видом профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и, в частности, за брокерско – дилерской деятельностью. Подспудно в этой дискуссии присутствовал спор между *сторонниками* “американской” и “германской” моделей рынка ценных бумаг. Реально, кроме *НАУФОР*, *саморегулируемой организацией* должна была бы стать *Национальная фондовая ассоциация (НФА)*, членами которой являются преимущественно кредитные организации (в конце 2000 г. НФА стала СРО).

В частности, в упомянутом выше *отчете* компании “*Cadogan Financial*” отмечалось, что “нам известны намерения создания СРО по институциональному признаку, в частности СРО профессиональных участников – кредитных организаций. Мы сомневаемся в оправданности и полезности такого шага, поскольку он ведет к возникновению разных стандартов деятельности организаций, занимающихся одной и той же деятельностью; разной степени жесткости в применении стандартов; и, в конечном итоге, к регуляторному арбитражу – т. е. решению профессионального участника вести бизнес в такой форме, чтобы оказаться под регулированием более мягкого СРО... Кроме того, при наличии угрозы превращения СРО в лоббистско- представительские центры, существование СРО по институциональному признаку создаст конфликт между участниками, принадлежащими к одному институту, и участниками, принадлежащими к другому институту... Определенный вид деятельности должен регулироваться только одной СРО.”<sup>394</sup> «Возможность многочисленных СРО... ведет к разнице стандартов, арбитражу и конфликтам; зависимости деятельности СРО в большей степени от интересов ее членов, поскольку если СРО не будет служить реализации их интересов, они могут покинуть СРО, сокращая финансовую базу».<sup>395</sup>

<sup>394</sup> Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.135.

<sup>395</sup> Аналитическая записка по результатам исследования «Перспективы возрождения и развития российского рынка капитала» //Cadogan Financial. – 1999, Ноябрь. – Р.27.

В документе «Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России», подготовленном *НАУФОР* и *Российской торговой системой* в марте 2000 г., предлагалось «решить вопрос в пользу единственности СРО в одной отрасли профессиональной деятельности... Предлагаемое решение основано на предпосылке необходимости единства рынка с точки зрения стандартов поведения его участников. Наличие двух и более СРО в одной отрасли оправдано, если оправдано наличие разных стандартов. Но на одном рынке должен быть единый для всех участников стандарт. При условии единства стандартов необходимость в более чем одной СРО отпадает».<sup>396</sup>

Приведенный анализ не содержит ни одного аргумента, который был бы неопровержим и который не имеет противоположных доводов. В частности, *единство стандартов* на рынке может достигаться через *согласовательные действия* СРО, через создание рабочих групп, обмен информацией, совместную работу под началом финансовых регуляторов, которые всегда выносят окончательные решения. Если удастся создать международные стандарты при огромных различиях в подходах тех или иных стран к финансовой деятельности, то почему этого нельзя сделать внутри одной финансовой отрасли? С другой стороны, если один и тот же вид профессиональной деятельности осуществляют различные финансовые институты (что делается повсеместно в мире и является – как стремление к универсализации – международной тенденцией), то почему не может быть стандартов, единых в главном, но устанавливающих особенности, присущие конкретным видам финансовых институтов? Почему регуляторный арбитраж должен сниматься запрещением на создание еще одной СРО, а не координацией действий нескольких СРО?

При этом участники дискуссии, защищающие единственность СРО, не указывали *на опасность монопольного положения на рынке*, которое занимает такая саморегулируемая организация, *на превращение* понятия «саморегулируемая организация» в формальность, *на исчезновение* самого смысла саморегулирования, добровольности и инициативности как его основы, *на риски для рынка*, возникающие в том случае, если единственная СРО будет проводить политику, наносящую вред рынку (неправильные концепции его развития, предпочтение одних участников рынка другим, установление монопольно высоких цен на услуги СРО и др.). *Конкуренция* в 1998 –2000 гг. СРО в России –

---

<sup>396</sup> Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России//Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март – С. 32.

НАУФОР и НФА –принесла огромную пользу уже тем, что именно благодаря ей, а также в связи с конкуренцией финансовых регуляторов в центре внимания профессионального сообщества оказались *фундаментальные вопросы* развития рынка (дискуссии 1998 – 2000 гг. о политике восстановления фондового рынка).

Позиция в отношении СРО, выработанная *международным* профессиональным сообществом, *не ограничивает* (и не может ограничивать) *множественности СРО*, признавая при этом правомерность *различных моделей* саморегулирования. «Существуют различные модели саморегулирования, и степень, в какой используется саморегулирование, различается. Общими характеристиками СРО в большинстве юрисдикций являются их отделенность от правительственного регулятора (хотя обычно правительство сохраняет полномочия авторизации и надзора) и участие в операционной деятельности СРО бизнеса, отрасли и, если это подходит, инвесторов» (раздел 7.2 документа IOSCO «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»).<sup>397</sup> Международная практика (см. *табл. 3.10*) включает *много моделей регулирования*, в том числе *модели без СРО*, с *одной СРО*, выделяемой по функциональному признаку, или *множественными СРО*. Как следует из *табл. 3.10*, среди *30* крупнейших фондовых рынков мира наиболее распространена (более 75% стран) *модель*, в которой *не существует саморегулируемых организаций*. Характерно, что *отказ* от сложной и множественной системы СРО в конце 90-х годов произошел и в Великобритании, являвшейся одним из источников концепции саморегулирования. В *секторе традиционных банковских операций* концепция СРО вообще не применяется, будучи востребована, прежде всего, для рынка ценных бумаг, страховых и других финансовых продуктов.

Довольно распространено *создание СРО по функциональному признаку* (брокерско-дилерская деятельность, инвестиционная деятельность), *по продуктовому признаку* (например, муниципальные ценные бумаги), по *закрепленности за определенным рынком* (биржи, внебиржевой рынок) или *инфраструктурой*, обслуживающей определенные рынки. В последних случаях СРО выполняют не только *функции саморегулирования*, но и *функции организации рынка*, конкурируют между собой. «СРО становятся рынками, стремящимися к сохранению и усилению своих конкурентных позиций. По мере того как растет

---

<sup>397</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation // International Organization of Securities Commissions. – 1998. – 27 p.

конкуренция между рынками и СРО агрессивно преследуют стратегию увеличения своей рыночной ниши».<sup>398</sup> Именно так организовано *саморегулирование в США*, в рамках которого *NASD* создавалась в качестве *СРО*, за которой закреплен *внебиржевой рынок* и *его торговые системы*, как «OTC self-regulatory body»,<sup>399</sup> а *фондовые биржи* США приобрели статус *саморегулируемых организаций*.

Таблица 3.10\*

*Сравнительная характеристика моделей регулирования рынков ценных бумаг*

Модели регулирования				
Без СРО**	Отказ от модели СРО	Единственная СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по функциональному признаку)	Множественность СРО (по смешанным признакам)
Австралия, Австрия, Бельгия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Германия, Гонконг, Дания, Индия, Испания, Италия, Китай, Люксембург, Нидерланды, Тайвань, Турция, Финляндия, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария	Великобритания***	Новая Зеландия, Польша, Корея	<b>Япония</b> (Japan Securities Dealers Association, Investment Trust Association, Bond Underwriters Association), <b>Норвегия</b> (Association of Norwegian Stockbroking Companies)	<b>Канада</b> (Investment Dealers Association + биржи) <b>США</b> (National Association of Securities Dealers, фондовые биржи, клиринговые корпорации, Municipal Securities Rulemaking Board, Securities Investors Protection Corporation)
22 страны	1 страна	3 страны	2 страны	2 страны

\*Оценка моделей регулирования проведена по ISSA Handbook 1998 – 1999.

\*\*В некоторых случаях существуют признанные профессиональные ассоциации, осуществляющие защиту интересов своих членов, а также – редко и в очень небольшой части – функции, обычно относимые к СРО (например, Палата официальных брокеров при Франкфуртской фондовой бирже (Chamber of Official Brokers) ведет надзор за своими членами).

\*\*\*Создание (см. выше) FSA как квази-правительственного органа, подотчетного Министерству финансов, вместо «супер-СРО», как его называли, SIB (Securities and Investments Board).

Именно *по этой модели в России* создавалась *связка НАУФОР – РТС*, повторяющая связь “NASDAQ – OTC market (внебиржевой рынок) - NASDAQ и другие торговые системы в рамках NASD”.<sup>400</sup> Если это так, то *при попытке* подходить к отечественным СРО только с позиций регулирования рынка, в рамках которых можно рассматривать аргументы о неравности стандартов, регуляторного арбитража и т.п. (см. дискуссию выше), делается *ошибка*, так как *фактически в России*, в связке НАУФОР – РТС *принята американская модель СРО*. Это *модель множественных СРО*, которые являются не только саморегуляторами, но и «держателями рынков», конкурентами, что, наоборот, *предпо-*

<sup>398</sup> Market 2000. An Examination of Current Equity Market Developments // US Securities and Exchange Commission, Division of Market Regulation. – Study 6. - 1994, January. – P. P. 3-4.

<sup>399</sup> Teweles Richard J., Bradley Edward S., Teweles Ted M. The Stock Market. 6<sup>th</sup> Edition // John Wiley & Sons, Inc. - 1992. – P.7. См. также раздел сайта NASD в Интернете “Corporate Descriptions” ([www.nasdaq.com/pr\\_section1.html](http://www.nasdaq.com/pr_section1.html)), в котором, в частности, указывается, что NASD – «саморегулируемая организация в отрасли ценных бумаг, ответственная за регулирование NASDAQ Stock Market, также как за регулирование масштабного внебиржевого рынка и продуктов, торгуемых на нем».

<sup>400</sup> Так, в разделе «История создания и развития» на сайте НАУФОР в Интернете ([www.naufor.ru](http://www.naufor.ru)) указывается, что “изначально задачей НАУФОР была организация общероссийской электронной системы торговли ценными бумагами. И до последнего времени успешно совмещала как функции саморегулируемой организации, так и организатора внебиржевых торгов”.

*лагает несовпадение стандартов, принятых на разных рынках* (при том, конечно, что речь идет о несовпадениях, не затрагивающих фундаментальные принципы организации фондовых рынков и нормы, установленные государством).

Именно в силу *логики американской модели СРО* не только НАУФОР тесно связана с РТС, но и *Национальная фондовая ассоциация*, которая стала в 2000 г. *второй СРО* в брокерско-дилерской деятельности, опирается на рынок – конкурент РТС, *Московскую межбанковскую валютную биржу*, создавшую крупнейший в России рынок акций. Соответственно, *в России* де-факто *не принята британская модель саморегулирования*, которая «скрыта» в рекомендациях “Cadogan Financial” и в следующих им предложениях НАУФОР.

*Итоговыми выводами* дискуссии могут быть следующие. Аргументы, обосновывающие единственность СРО и относящиеся к равенству стандартов профессиональной деятельности и возможности регуляторного арбитража нельзя признать бесспорными. Им могут быть противопоставлены обратные доводы, включая возможный ущерб от монопольного положения одной СРО на рынке.

При этом существуют *различные модели саморегулирования*, в том числе предполагающие *множественность СРО*. Аргументы в пользу одной СРО для каждого вида профессиональной деятельности относятся к исчезнувшей в Великобритании системе саморегулирования. И, наоборот, в России де-факто принята американская модель саморегулирования, которая предполагает множественность СРО, их «закрепленность» за отдельными рынками, конкуренцию и несовпадение стандартов.

В этой связи либо НАУФОР должна была быть отделена от РТС и конкурентных интересов одного рынка и реорганизована так, чтобы в равной степени представлять интересы всех участников рынка (британская модель), либо *необходимо было создать вторую СРО* в брокерско – дилерской деятельности, опирающуюся на фондовый рынок, который стал крупнейшим в России (ММВБ и региональные валютные биржи). Именно это и произошло в 2000 г., когда Национальная фондовая ассоциация получила статус саморегулируемой организации на рынке ценных бумаг.



## ***4. Развитие рынка ценных бумаг: приоритеты и механизм развития***

Исследование состояния фондового рынка в России, фундаментальных факторов, на него воздействующих, и формирование прогнозной модели рынка (разделы 1 – 3) дают возможность разработки *концепции развития российского рынка ценных бумаг*, включающей приоритеты и механизм развития рынка, в качестве *комплекса мер*, направленных на преодоление негативного действия фундаментальных факторов и обеспечивающих повышение роли рынка в инвестициях в реальный сектор. Указанная концепция содержится в настоящем разделе.

### **4.1. Реструктурирование системы регулирования рынка ценных бумаг**

#### **4.1.1. Приоритеты регулятора фондового рынка и организационные аспекты**

ФКЦБ России в 90-е годы внесла существенный вклад в создание регулятивной инфраструктуры рынка и его институтов, в организацию раскрытия информации, защиты прав инвесторов, в формирование системы надзора за рынком. Это - масштабная работа, однако, лишь часть тех усилий, которые могло – особенно в последние годы после кризиса - предпринять государственное ведомство для того, чтобы рынок ценных бумаг выполнил свою основную функцию - стал инструментом инвестиций в производство.

В *базовом документе* Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»<sup>401</sup> говорится, что «регулирование должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту». В нем определены *три цели регулирования* в этой области: *а)* защита инвесторов (против вводящих в заблуждение, манипулятивных, мошеннических и инсайдерских практик); *б)* справедливость, эффективность и прозрачность рынков (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестных

---

<sup>401</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Objectives and Principles of Securities Regulation”, 1998.

торговых практик); **в)** сокращение системного риска (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг).

Ни одна из этих целей регулирования в России не достигнута. Фондовый рынок (см. анализ, проведенный выше) не выполняет своей функции по перераспределению денежных средств для инвестиций в экономику, является незначительным по объему, олигополистическим, асимметричным в распределении информации, с высокими значениями рыночного риска, преимущественно спекулятивным. В послекризисный (после 1998 г.) период воспроизводится та же структура рынка акций, которая стала спусковым механизмом финансовых кризисов октября - ноября 1997 г., мая - июня 1998 г. и, в конечном счете, августа 1998 г.

Вызов регулятору фондового рынка - тот факт, что в страну в 90-е годы через этот рынок так и не пришли долгосрочные капиталы в экономику. Объемом производительных инвестиций, привлеченных через фондовый рынок, измеряется конечная эффективность работы любой комиссии по ценным бумагам.

### ***Какими должны быть ответы регулятора фондового рынка на эти вызовы?***

***Признание ответственности.*** Извлечь уроки из практики 90-х годов, сформировать новую политику – это значит дать критическую оценку со стороны ФКЦБ России своих действий в 90-е годы, когда наряду с Банком России и Минфином, не обеспечившими стабильность рубля и рынка государственных ценных бумаг, ФКЦБ России также не выполнила своих главных задач - сохранение ликвидности и стабильности цен на корпоративном фондовом рынке, создание архитектуры рынка, обеспечивающей снижение рыночного риска, честность и справедливость механизма ценообразования, привлечение вместо «горячих денег», приходящих в Россию для короткой спекулятивной игры, длительных инвестиций российских и зарубежных инвесторов, создание устойчивых и крупных брокерско-дилерских компаний.

***Переход к модели регулирования, основанной на сотрудничестве с рынком.*** По критерию “степень жесткости” возможно выделить следующие модели регулирования: **а)** основанные на жестких, детальных правилах и формальных процедурах, широком контроле за их соблюдением (США); **б)**

базирующиеся на широком использовании, наряду с жесткими предписаниями, стандартов, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций и т.п. (Великобритания, Швейцария).<sup>402</sup> В России в 90-е годы за основу была принята *модель регулирования, предполагающая установление детальных сводов правил и жесткого контроля за их исполнением*.

Попытка создать в России масштабный, с низкими рисками рынок ценных бумаг, основываясь только *на правилах и предписаниях регулятора*, не оказалась успешной. В результате к концу 90-х годов сложилась *утяжеленная регулятивная инфраструктура* при незначительных размерах самого объекта регулирования. У Комиссии по ценным бумагам *отсутствовали достаточные ресурсы* для надзора за выполнением правил. На рынке сформировалось мнение о субъективности решений финансового регулятора, об отсутствии атмосферы сотрудничества и равного отношения ко всем участникам рынка. В 90-е годы асимметрии в отношениях регулятора с фондовым рынком пролегли по линиям “иностранцы – отечественные инвесторы”, “брокерско-дилерские компании – банки”, “инфраструктура рынка, созданная ФКЦБ России, против инфраструктурных организаций, относящихся к сфере влияния Банка России”.

Стремление создать правила для всех ситуаций может переходить за границы возможного, нарушать инновационность рынка. Например, ФКЦБ России поставлена задача “внедрения единых правил торговли и стандартов листинга” вместо устанавливаемых “организаторами торговли самостоятельно”.<sup>403</sup> Ни на одном рынке мира не реализован подобный подход, противоречащий множественности и инновационности торговых систем в соответствии с их продуктовой, клиентской и т.п. специализацией.

Уже указывалось, что только регулятивных действий недостаточно для решения *реальных экономических проблем* рынка (*пункт 3.2*), их тяжесть требует от комиссии по ценным бумагам *не только регулировать*, но и *строить рынки* (см. ниже). Важно перейти к *новой модели регулирования рынка ценных бумаг*, основанной как на жестких и детальных нормах и

---

<sup>402</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 443.

предписаниях, так и на *договоренностях* с участниками рынка, на *совместных действиях и программах*, на *общих принципах*, являющихся идеологическими документами и закреплённых стандартами саморегулируемых организаций и организаторов торговли. Необходимо замещать правила там, где это возможно, *рекомендациями и методиками ФКЦБ России и стандартами СРО*.

При этом важно, чтобы ФКЦБ России и другие государственные органы последовательно выполняли *требования к организации регулирования рынка ценных бумаг*, заложенные в Концепции развития рынка ценных бумаг в РФ, утвержденной Указом Президента РФ от 1 июля 1996 г. № 1008:

-минимальное государственное вмешательство и максимальное саморегулирование. В конце 90-х годов быстро возрастал объем правил и предписаний, действующих на рынке ценных бумаг, они частично выходят за сферу компетенции ФКЦБ России. определенную законодательством о ценных бумагах (внутрикорпоративные отношения в акционерных обществах);

-отказ от навязывания централизованных решений при создании инфраструктуры рынка; принцип равных возможностей (отсутствие преференций для отдельных участников рынка ценных бумаг, равенство всех участников рынка перед органами, осуществляющими его регулирование). В 1995-1998 гг. в связи с конфликтом ФКЦБ России и Банка России на рынке при централизованной поддержке указанных государственных органов создавались параллельные, национальные по замыслу структуры (фондовые биржи, депозитарная и расчетно-клиринговая инфраструктура, ассоциации профессиональных участников и т.д.). Рынок в значительной мере оказался разделенным, с преференциями для отдельных категорий его участников;

-обеспечение гласности нормотворчества и обязательности участия профессиональных участников рынка в создании его нормативной базы. С конца 1998 г. деятельность ФКЦБ России носила более публичный характер, чем в предшествующие годы (создание Советов участников рынка, публичная рассылка документов для обсуждения и т.п.). До этого - в 1997 –1998 гг. решения ФКЦБ России часто носили неожиданный для рынка характер, проекты нормативных актов для публичного обсуждения участниками рынка не выставлялись (как это делает, например, Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США); для выполнения решений, требующих привлечения финансовых ресурсов или слияний (например, изменение размера уставных капиталов), устанавливались слишком короткие сроки, ставящие мелких и средних участников рынка в сложное положение; нормативные акты были нестабильны; стилю регулирования была присуща конфликтность. Только с 2000 г. используется такой

---

<sup>403</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 33 – 34.

метод регулирования, предусмотренный Концепцией развития рынка ценных бумаг в РФ, как создание совместных рабочих групп для подготовки отраслевых нормативных актов (task forces, как это делает Комиссия по ценным бумагам США).

**Выбор модели рынка ценных бумаг.** В 90-е годы и регулятор фондового рынка, и финансовое сообщество ориентировались преимущественно на устаревшую модель фондового рынка США 30-х – 60-х годов прошлого века, которая подверглась значительным изменениям в самих США (*Gramm- Leach- Bliley Act of 1999*) и которая не соответствует структуре собственности и другим экономическим особенностям России (см. *пункт 2.1, раздел 3*).

В этой связи важно, чтобы ФКЦБ России приняла в качестве программной *модель смешанного рынка ценных бумаг*, которая соответствует историческим традициям России, практике формирующихся рынков и международным тенденциям к конвергенции коммерческого и инвестиционного банковского дела (см. *пункты 2.1.4, 3.2*). В *смешанной модели* на рынке должны присутствовать в качестве профессиональных участников как универсальные *коммерческие банки*, так и *инвестиционные банки* (брокерско-дилерские компании) и *финансовые конгломераты*. Важно, чтобы регулятор признал *преимущественно долговой характер российского фондового рынка* с тем, чтобы целевым образом стимулировать развитие долговых инструментов и сегментов рынка.

**Преодоление конфликтов интересов государственных ведомств.** В 90-е годы ФКЦБ России публично инициировала конфликты ведомств и их руководителей, которые привели к разделению рынка на “банковский” и “небанковский”, к дублированию основных торговых и инфраструктурных систем, к неравноправию профессиональных участников. В результате конфликта ведомств в разгар кризиса осени – зимы 1998 г. ФКЦБ России вместо того, чтобы снижать риски, наоборот, создавала новые. Была сделана попытка искусственно реструктурировать рынок ценных бумаг, отстранив коммерческие банки от операций с акциями и усугубив тем самым его кризис (их доля на рынке составляла не менее 30%). Осенью 1998 г. регулятор закрывал рынок акций ММВБ (крупнейший в России рынок в 1999 – 2001 гг.), приостановил действие генеральной лицензии Банка России (см. анализ в *пункте 2.2.2*).

Для предотвращения таких действий в будущем важно институционально закрепить новые отношения сотрудничества, сложившиеся между финансовыми регуляторами с 2000 г. (разработка совместной политики по развитию

фондового рынка ценных бумаг, программа обмена информацией и координации действий, создание совместных рабочих групп, унификация правил, регулирующих операции на рынке ценных бумаг, инициативы ФКЦБ России, относящиеся к денежной, валютной и другим видам экономической политики и т.п.).

**Долгосрочная политика.** Как отмечалось выше, в 90-е годы российский рынок ценных бумаг не выполнил свою основную функцию – не обеспечил финансирование инвестиций в реальном секторе для модернизации экономики. Вместо этого был создан незначительный по объемам, спекулятивный рынок, с доминированием краткосрочных иностранных инвесторов, один из самых рискованных в мире. Российский бизнес не получил на нем справедливой рыночной оценки, имеет низкую капитализацию. Рынки акций и государственных ценных бумаг стали детонатором кризиса 1997 - 1998 гг. (анализ см. в *разделах 1 – 2*). После кризиса не была проведена реструктуризация отрасли ценных бумаг. До сих пор (2002 г.) программа правительства или ФКЦБ России в этой области отсутствует. Как следствие, фондовый рынок восстанавливается в прежнем качестве, с ограниченной способностью привлекать инвестиции в реальный сектор. Он находится в кризисном состоянии, не пользуется доверием инвесторов и эмитентов, крайне слабы инвестиционные институты (см. *разделы 1, 3*).

В 90-е годы доминировала **концепция “самоформирования” рынка**, в рамках которой роль государства была ограничена защитой прав инвесторов, раскрытием информации, созданием массивного объема правил и контролем за их исполнением. Еще осенью 1994 г. автором отмечалось “отсутствие у государства сколько-нибудь продуманной, долгосрочной политики формирования рынка ценных бумаг”.<sup>404</sup> Опыт 90-х годов показал, что концепция “самоформирования” рынка, которой придерживались государственные органы, регулировавшие рынок ценных бумаг, приводит к огромным значениям рыночного риска, к деформациям организации рынка, к невыполнению рынком своих базовых задач. Вынужденный **«дирижизм» государства** на фондовом рынке **неизбежен** в период глубоких структурных преобразований.

Поэтому важнейшая задача государства, а от его имени ФКЦБ России – объявить **политику в области рынка ценных бумаг**, осуществить **программу действий**, формирующих этот рынок в качестве механизма, покрывающего масштабный дефицит денежных ресурсов на цели модернизации экономики.

**ФКЦБ России так и не удалось после кризиса (1998 – 1999 гг.) создать долгосрочную политику его восстановления и развития.** Антикризисное

---

<sup>404</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 25.

управление было подменено расширением регулятивной инфраструктуры, внесением изменений в нормативные акты, либо действиями, важными сами по себе, но затрагивающими лишь отдельные аспекты восстановления фондового рынка в России. По оценке, в структуре ФКЦБ нет звена, разрабатывающего долгосрочную стратегию. На попытки профессионального сообщества создать такую стратегию<sup>405</sup> ответ не был дан. Существуют лишь программные материалы к дискуссии, подготовленные ФКЦБ России в конце 2000 г.<sup>406</sup> и охватывающие предложениями лишь отдельные аспекты рынка (анализ см. в *пункте 3.2*).

К ФКЦБ России в 1998 – 2002 гг. нельзя отнести замечание *IOSCO*: «рыночные власти в некоторых юрисдикциях... вслед за турбулентностью предприняли усилия для... восстановления развития рынка капиталов на основе учреждения всесторонних планов с тем, чтобы вновь позиционировать себя в качестве ведущих финансовых центров в регионе».<sup>407</sup>

Необходимо введение *стратегического планирования*, осуществляемого государством на фондовом рынке (среднесрочная *Программа развития рынка*, ежегодные *Основные направления государственной политики на рынке ценных бумаг* и *отчеты* о их выполнении). Необходимы *новые приоритеты долгосрочной политики*, содействующие развитию рынка и выполнению его макроэкономических функций:

*- переориентация рынка ценных бумаг на выполнение своей основной задачи - перераспределение средств для инвестиций в реальный сектор.* Вместо обслуживания быстро растущих финансовых запросов государства, спекулятивного бума вокруг нескольких акций, обеспечения манипулятивных практик – фондовый рынок должен быть ориентирован на выполнение своей главной функции - на *преодоление* инвестиционного кризиса, на *аккумуляцию* свободных денежных ресурсов для направления их на цели модернизации экономики;

---

<sup>405</sup> Программа восстановления российского рынка ценных бумаг // Материалы Первого Всероссийского совещания по рынку ценных бумаг и срочному рынку 22 декабря 1998 г. – М.: ММВБ. 1999; Миркин Я.М. Программа вывода российских предприятий на рынок ценных бумаг // Индикатор, 2000. - №1. – С. 13 –16; Программа развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации //Национальная фондовая ассоциация. – 2000, Апрель; Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России//Национальная ассоциация участников фондового рынка; РТС. – 2000, Март, и др.

<sup>406</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – 80 с.

<sup>407</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets”, November 1999 / 3.2.7. Disruption to market development.



- *снижение излишних регулятивных издержек (облегчение* процедур регистрации для небольших и непубличных эмиссий, *отмена* недействующих правил (бездокументарные векселя (1996 г.), опционные свидетельства (1997 г.), *сокращение* отчетности для эмитентов, чьи акции не обращаются на организованных рынках и которую ФКЦБ России не в состоянии раскрыть, *снятие* слишком высоких запретительных барьеров для входа на рынок (например, в доверительном управлении), *отказ* от излишнего сосредоточения полномочий в центральном аппарате ФКЦБ России, от введения новых объектов лицензирования и ограничений (проект поправок к закону «О рынке ценных бумаг», рассматривавшийся осенью 2001 г.), от попыток подменить реальные действия на рынке нормотворческой деятельностью (как это было в разгар кризиса 1998 г.);

- *реструктурирование отрасли ценных бумаг: поощрение* укрупнения и слияний брокеров - дилеров, торговых систем, формирования филиальной сети, *преодоление* на добровольной основе двойственности – банковской и небанковской – инфраструктуры фондового рынка, *слияния и укрупнения* в этой области, *создание* системы надзора за финансовым состоянием брокеров-дилеров, *программа* их рекапитализации, формирования резервов против убытков и финансового оздоровления, *организация* управления рисками у профессиональных участников фондового рынка), *восстановление* региональной сети брокеров - дилеров и создание в регионах фондовых центров для работы с населением;

- *строительство новых рынков, которые были бы специально предназначены для привлечения инвестиций в реальный сектор: создание и структурирование* первичного рынка для размещения ценных бумаг предприятий, *поощрение* рынков коммерческих бумаг, закладных, складских свидетельств, *отказ* от попыток излишне зарегулировать их в качестве эмиссионных бумаг, *создание* рынков акций российских компаний роста, корпоративных облигаций, в том числе ипотечных, *развитие* торговых систем для розничных инвесторов, рынков институциональных инвесторов для прямой торговли между собой, *поощрение* экспорта на зарубежные рынки акций высокотехнологичных компаний для привлечения капиталов). *Содействие созданию инновационной структуры рынка* (коммерциализация фондовых бирж и других торговых систем, альтернативные торговые системы, интернет-торговля и сети электронных

коммуникаций, организация прямого доступа инвесторов в торговые системы, межбиржевые рынки, рынки прямых сделок инвесторов, без посредников и др.);

- **снижение рыночного риска** (*изменение* «конструкции» РТС в части, вызывающей экстремальные значения рыночного риска (расчеты в валюте за рубежом, беспрепятственный ввод-вывод спекулятивных капиталов, абсолютное преобладание иностранных инвесторов), **преодоление асимметрии** российского фондового рынка, определяющей крайне высокие значения рыночного риска (манипулятивный, олигополистический и спекулятивный характер, незначительный объем, концентрация рынка вокруг нескольких эмитентов, очень высокая доля краткосрочных иностранных инвесторов, зависимость от иностранных рынков депозитарных расписок, оптовый характер рынка и отделенность от розничных инвесторов, фрагментарность, неравный доступ к информации, широкое распространение нечестных практик торговли и работы с клиентами и т.д.), **разработка** антикризисной политики и сценариев поведения ФКЦБ России, торговых систем, СРО, которые были бы направлены на предупреждение кризисов либо на ослабление их в наиболее острых фазах);

- **стремление** в практической политике к **ослаблению зависимости** фондового рынка от цен на нефть и динамики рынков депозитарных расписок на российские акции. **Создание** системы надзора за поведением на рынке крупных иностранных спекулятивных инвесторов, механизма консультаций с ними для предупреждения масштабного манипулирования, спекулятивных атак, иных действий, ведущих к нестабильности;

- **повышение конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг: борьба** против перемещения торговой активности на западные рынки, **разработка политики**, направленной на поддержание внутреннего рынка акций в конкуренции с внешними рынками за торговую активность и операции с ценными бумагами российских компаний, **создание** в Москве международного рынка, в т.ч. для концентрации на нем финансовых инструментов и финансовых институтов хотя бы стран СНГ, **сочетание** разумного протекционизма и открытости;

- **формирование способности рынка привлекать внутренних, прежде всего, розничных инвесторов для инвестиций в ценные бумаги реального сектора** (*введение* налогового стимулирования инвесторов, которое сейчас

практически отсутствует, **создание** специальных торговых систем и новых финансовых инструментов для различных групп инвесторов, **обязательные нормы** инвестирования в ценные бумаги реального сектора, **содействие** развитию корпоративного управления (corporate governance), культуры отношений с инвесторами (investor relations), образовательных программ для инвесторов, **расширение** запретительных норм, предупреждающих нечестные практики в отношениях «брокер-клиент», **распространение** московского опыта работы с розницей, **создание** горячих линий для жалоб клиентов и т.д.);

- **изменение** концепции защиты прав инвесторов, используемой в российской практике, **приведение** ее к содержанию, принятому в международном сообществе (не только конфликты акционеров и защита прав собственности, но и защита от манипулирования, инсайдерства, нечестных торговых практик и нарушений этики в отношениях «брокер – клиент» и «брокер – брокер», обеспечение открытого, прозрачного и честного рынка, строгий надзор);

- **создание новых классов инвесторов**, предназначенных для увеличения доли работников в капиталах предприятий (компенсационные планы акциями, включая ESOPs, опционные планы, пенсионные планы и т.п.);

- **создание системы надзора за финансовым состоянием участников фондового рынка**. В настоящее время в центре внимания системы надзора – выполнение правил и норм, действующих на рынке ценных бумаг. Международная практика и опыт банковского надзора в России показывают, что этого недостаточно. Важной задачей является **надзор** (внешний и путем проверок на месте, осуществляемый как СРО, так и государственным органом, регулирующим рынок ценных бумаг) **за финансовым состоянием брокерско-дилерских компаний** (достаточность капитала, качество активов, уровень финансовых рисков, ликвидность баланса, прибыльность, качество менеджмента и т.д.);

- **подчинение регулятивной инфраструктуры на рынке ценных бумаг решению задач экономического роста**. Задачи восстановления рынка и обеспечения экономического роста требуют новых акцентов в развитии регулятивной инфраструктуры. В частности:

- **ограничение** спекулятивных инвесторов и возможностей масштабного, за короткие сроки вывода капиталов с рынка,

- **поощрение** эмиссий, связанных с инвестиционными проектами, ослабление регулирования эмиссий, не предназначенных для обращения на открытом рынке,
- **поощрение** брокерско-дилерских компаний в развитии услуг по корпоративному финансированию, работе с отечественными инвесторами, прежде всего, розничными,
- **создание** стимулов для укрупнения брокерско-дилерских компаний и для нормализации их финансового состояния и систем управления рисками, реструктуризация профессиональных участников рынка ценных бумаг,
- ускоренное **развитие** рынка корпоративных долговых бумаг, прежде всего, облигаций под инвестиционные проекты, коммерческих бумаг для финансирования оборотных средств, еврооблигаций компаний,
- **поощрение** организаторов торговли к слиянию и укрупнению рынков, к выводу на рынок большего количества эмитентов, в том числе средних компаний, несущих инновационный потенциал,
- **создание** регулятивных условий, способствующих более долгосрочному характеру иностранных инвестиций и ограничению доли краткосрочных вложений иностранных инвесторов в ценные бумаги размерами, делающими рынок ценных бумаг более устойчивым,
- более жесткое **ограничение** манипулятивной и инсайдерской практики, нечестных брокерских практик в отношениях с клиентами.

### ***Строить или/и регулировать?***

Многие **задачи**, отнесенные выше к ведению ФКЦБ России, **не относятся к функциям комиссий по ценным бумагам** в классическом смысле слова. Должны ли регуляторы в области ценных бумаг, действующие на формирующихся рынках (emerging markets), **не только** создавать **правила игры** и контролировать их исполнение, но и **принимать прямое участие в строительстве рынков** (вывод эмитентов на рынок ценных бумаг, работа с крупнейшими иностранными инвесторами, создание торговых систем и новых финансовых инструментов, интервенции на открытом рынке)? Должны ли они выполнять эти несвойственные им функции? Логика и практика строительства

новых или восстановления посткризисных рынков дает положительный ответ на этот вопрос.

*Повышение роли государства*, необходимость которого обсуждалась в 1999 – 2000 гг., должно проявляться не в создании излишней регулятивной инфраструктуры (слишком много правил – слишком мал объект регулирования), а в *строительстве* вместе с профессиональным сообществом рынка, в *стимулировании* его развития и направленности на инвестиции в реальный сектор. *Конечным результатом работы регулятора фондового рынка*, за который он должен отчитываться, должен быть объем привлеченных через рынок инвестиций в реальный сектор. Работа ФКЦБ России должна быть подчинена целям финансирования экономического роста через рынок ценных бумаг.

Как уже указывалось, важно *отказаться* от идей *“самоформирования”* рынка, от ограничения роли государства защитой прав инвесторов, раскрытием информации, созданием правил, исходящих из абстрактного идеального рынка (которым чаще всего оказывается рынок США) и контролем за их исполнением. Опыт 90-х годов показал, что этот подход, которого придерживались регуляторы, приводит к огромным значениям рыночного риска, к деформациям в организации рынка, к невыполнению рынком своих базовых задач. *«Дирижизм»* государства на фондовом рынке, *«интервенционистский» подход*, неизбежный *в период глубоких структурных преобразований*, являются вынужденными.

### ***Инновационность ФКЦБ России***

Регулятивная инфраструктура в России отражает реалии и концепции, на которых были построены фондовые рынки в 50 – 90-е годы. Но она противоречит стремительному процессу изменений взглядов на устройство рынков ценных бумаг, который характерен для последних 7 - 8 лет. Поэтому для нашего рынка важен вопрос о том, *насколько инновационен регулятор фондового рынка*, насколько он способен отказаться от догм, поддерживать потоком действий и правил те инновации, которыми пронизаны современные рынки ценных бумаг?

*Способна ли ФКЦБ России отказаться от догм, лежащих в основе* разделения коммерческого и инвестиционного банковского дела? В признании бирж некоммерческими по существу образованиями? В невозможности для брокеров быть организаторами торговли? В обязательности финансовых посредников для входа инвесторов на рынок? В признании модели рынка США единственно правильной? В наложении равного регулятивного бремени на все виды серийных финансовых продуктов и т.д.?

Важно, *чтобы ФКЦБ России инициировала процесс изменений*, поддерживала развитие новых рыночных практик. Или хотя бы следовала за изменениями, не запрещая их, но вводя в русло эффективного, целостного и справедливого рынка. Чтобы в этом новом своем качестве она разделила ту точку зрения на роль комиссий по ценным бумагам в инновациях и запуске новых технологий, которая выражена в конце 90-х годов председателем Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США Артуром Левитом: «Мы надеемся, что в будущем мы не будем смотреть на это время как на упущенную возможность, как на стремление, которому не суждено было быть реализованным, как на вызов, который не был принят... Только через подключение изменений, отказываясь от создания непреодолимых препятствий, через соединение инноваций и конкуренции мы будем гарантировать нашим инвесторам, нашей экономике и нашему народу наиболее успешные в мире рынки капиталов».<sup>408</sup>

### ***Организационные аспекты***

Важно *не подменить реальные задачи* по изменению организационной формы ФКЦБ России перестройкой, затрудняющей решение крупных проблем, стоящих перед российским фондовым рынком (в частности, непродуктивность идеи мегарегулятора рассмотрена в *пункте 3.2*). *Закрепить в документированной политике ФКЦБ России отказ* от попыток 1999 – 2000 гг. внедрить *концепцию мегарегулятора*, как не соответствующей российским условиям (отсутствие финансовых конгломератов, ослабление совокупных ресурсов регуляторов), от *введения исключительно функционального регулирования* рынка ценных бумаг. В среднесрочной перспективе в России будут *сочетаться институциональное и функциональное регулирование*

---

<sup>408</sup> Levitt Arthur. Dynamic Markets, Timeless Principles. Speech by SEC Chairman in Columbia Law School, New York, N.Y. - September 23, 1999.

рынка ценных бумаг, как это происходит повсеместно в международной практике.

Дискуссионные 90-е годы со всей очевидностью показали, что **рынок ценных бумаг** является **областью пересечения конфликтных интересов** многих государственных ведомств, что его развитие требует осторожного согласования интересов государства, инвесторов, финансовых посредников и потребителей денежных ресурсов, привлеченных через фондовый рынок. Любая попытка навязать одну точку зрения (как это было в 90-е годы, когда российская практика приводилась исключительно к опыту фондового рынка США) влечет за собой создание финансовых объектов (например, российского рынка ценных бумаг), которые будучи лишь по форме рыночными, в конечном итоге, не служат целям экономического роста и направления инвестиций в реальный сектор.

В этой связи предлагается создать совещательный орган - **Национальный совет по рынку ценных бумаг**<sup>409</sup> при Председателе Правительства РФ, включив в него представителей Федерального Собрания РФ, Администрации Президента РФ, Аппарата Правительства РФ, Банка России, ФКЦБ России, Минфина, Минэкономразвития, налоговой службы, организаторов торговли, саморегулируемых организаций и профессиональных участников рынка, независимых экспертов. Национальный совет должен формировать основные направления государственной политики и согласовывать совместные действия регуляторов на финансовом рынке с учетом денежно-кредитной, валютной и бюджетной политики.

Важнейшее внимание в рамках **организационной структуры** должно быть уделено созданию иных **организационных форм взаимодействия** ФКЦБ России с другими органами государственной власти и с профессиональным сообществом (обмен информацией, координация действий, антикризисное управление, разработка новых концепций и правил, совместные проекты). Речь идет о целевых рабочих группах (task forces), межведомственных комиссиях, группах экспертов, постоянно действующих советах и т.д.

Необходимо преодолеть **излишнее сосредоточение полномочий** в области оперативной работы на уровне центрального аппарата ФКЦБ России,



например, передать бóльшую часть функций по регистрации эмиссий ценных бумаг региональным отделениям ФКЦБ России. Нормативными документами ФКЦБ России предусмотрено (начало 2002 г.), что в центральном аппарате регистрируются выпуски ценных бумаг, размещаемых по открытой подписке, начиная с номинального объема пять миллионов рублей (меньше 200 тысяч долл.). За 2001 г. было издано 12 дополнений, увеличивающих список эмитентов, регистрация выпусков которых производится в центральном аппарате (в 2000 г. – 5 распоряжений, в 1999 – 1). В центральном аппарате сосредоточена регистрация всех эмиссий предприятий с уставным капиталом свыше 16-17 млн. долл., закрытые подписки – свыше 700 тыс. долл. В программном материале ФКЦБ России высказано буквально следующее «Регистрация выпусков ценных бумаг эмитентов, деятельность которых имеет стратегическое значение для экономики страны в целом, должна осуществляться центральным аппаратом ФКЦБ России. В настоящее время список таких эмитентов включает около 600 предприятий. Очевидно, что в новых экономических условиях его следует расширить как минимум до нескольких тысяч».<sup>410</sup> **При таком сосредоточении полномочий невозможно осуществить задачу ФКЦБ России по выводу предприятий на фондовый рынок, по стимулированию массовых эмиссий ценных бумаг под инвестиции.**

**Изменение задач требует и изменения организационной структуры ФКЦБ России.** Целесообразно создать **подразделения**, отвечающие за стратегию развития рынка и политику ФКЦБ; усилить надзорные **подразделения**, которые могли бы осуществлять функции надзора за финансовым состоянием участников рынка; **подразделения**, отвечающие за отношения с инвесторами (прежде всего, розничными инвесторами, например, “горячая линия” для жалоб инвесторов отсутствует); **подразделения**, которые осуществляли бы оперативный и макроэкономический мониторинг и прогнозирование рынка; **подразделения**, которые выделялись бы не по функциональному, а по проблемному или проектному признакам, занимаясь при этом реализацией конкретных крупных проектов (раскрытие информации, снижение системного риска, преодоление нечестных практик, реструктуризация и укрупнение брокерской отрасли и инфраструктуры рынка). Важнейшая цель - создание **ресурсной базы финансового регулятора**, адекватной его задачам по строительству рынка (например, отчисление части налогов и сборов, формируемых на фондовом рынке, в адрес регулятора на нужды его развития). “Регулятор... должен иметь надлежащие ресурсы... для выполнения своих функций и

---

<sup>409</sup> Предложение Национальной фондовой ассоциации (саморегулируемой организации с 2000 г.).

реализации полномочий... Необходимым требованием является адекватное финансирование регулятора с тем, чтобы сделать его способным выполнять свои задачи”<sup>411</sup>

**Изменение организационной структуры Банка России.** Универсальность банковского бизнеса в российской практике, особенности операций банков с ценными бумагами (особо рисковая и инновационная природа фондового бизнеса, конфликтность интересов, отличные от коммерческого банковского дела торговые, клиентские и информационные практики) требуют воссоздания в Банке России **специализированной структуры**, в которой, как в 90-е годы, концентрировались бы вопросы работы банков на фондовом рынке и которая могла бы сотрудничать с ФКЦБ России в решении проблем его реструктурирования и развития.

**Расширение начал саморегулирования.** Как показал анализ (см. пункт 3.2), может быть **завершена** дискуссия о единственности саморегулируемой организации в брокерско-дилерской деятельности. В российской практике перенята **множественная модель саморегулирования** (США), когда может существовать много СРО, привязанных к конкретным рынкам (все фондовые биржи являются в США саморегулируемыми организациями, NASD привязана к NASDAQ и Amex, связки ММББ - Национальная фондовая ассоциация, РТС - НАУФОР полностью соответствуют этой модели). ФКЦБ России должна поддерживать равноправие СРО, содействовать их конкуренции в более эффективном выполнении функций саморегулирования и предоставлении услуг своим членам, обеспечивать адекватность стандартов с тем, не допуская на рынке регуляторного арбитража.

**Большой акцент на строительство региональных рынков и развитие региональных систем регулирования рынков ценных бумаг.** Практика показывает, что потери (риски, неустойчивость, конъюнктура) и степень разрушения региональных рынков ценных бумаг значительно выше в сравнении со столичными рынками, хотя именно экономика регионов должна обеспечить экономический рост в России. Кроме того, по оценке, ресурсов региональных отделений ФКЦБ России не хватает для того, чтобы в равной степени работать со всеми подконтрольными областями и республиками, у эмитентов и участников рынка

---

<sup>410</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 79.

<sup>411</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998.

возникают дополнительные регулятивные издержки. При этом многие региональные правительства создали параллельные, дублирующие федеральную структуры управления, отвечающие за рынок ценных бумаг.

Все это означает необходимость развития *региональных аспектов в деятельности ФКЦБ России*, важность того, чтобы *отделения ФКЦБ России в регионах* помимо *формальных сторон своей деятельности* (лицензирование, аттестация, информация, контроль за соблюдением законодательных норм и т.д.) всё больше переходили *к решению экономических проблем*: к созданию условий для экономического роста в регионе; к строительству устойчивых региональных сегментов рынка ценных бумаг, на которых могли бы финансироваться региональные инвестиционные проекты; к выводу региональных эмитентов на рынок ценных бумаг, к укрупнению региональных брокерско-дилерских компаний и созданию сетей для оказания розничных услуг и т.д.

#### **4.1.2. Взаимодействие финансовых регуляторов на рынке ценных бумаг**

Выше указывалось на неизбежность *смешанной модели* рынка ценных бумаг в России, на необходимость *сочетания функционального и институционального принципов* государственного регулирования рынка ценных бумаг (см. *пункты 3.1 – 3.2*). Соответственно, *регулирование* рынка ценных бумаг будет неизбежно *разделено* между *несколькими финансовыми регуляторами* (при ведущей роли ФКЦБ России), что делает необходимым развитие различных форм взаимодействия между ними, обеспечивающих целостность и эффективность регулирования рынка. Российский рынок не является в этом плане исключением, не существует *ни одного фондового рынка*, где бы полномочия государства на рынке ценных бумаг так или иначе не были разделены. В соответствии с международной<sup>412</sup> и внутренней практикой указанное *взаимодействие* может иметь следующие *формы*:

-создание *совместных органов* регуляторов (*коллегия ФКЦБ России*, состоящая из представителей различных ведомств, деятельность которой

<sup>412</sup> Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998; Guidance on Information Sharing, IOSCO, 1998; Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures, IOSCO, 1996; Regulatory Cooperation on Emergencies: A Discussion Paper, IOSCO, 1996; Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption, IOSCO, 1993; Supervision of Financial Conglomerates, IOSCO, 1999; Supervisory Framework for Markets, IOSCO, 1999.

нуждается в восстановлении, *Национальный совет по рынку ценных бумаг*, предложение о создании которого приведено выше, различного рода *межведомственные комиссии, рабочие группы, целевые группы* для ведения конкретного проекта, экспертные советы и т.п.), проведение регулярных консультаций руководителей по вопросам текущей деятельности и политики;

-взаимное *согласование* действий, политики, ведение их с учетом интересов других регуляторов, содействие появлению финансовых инструментов, рынков, систем их обеспечения, которые мог бы использовать другой финансовый регулятор в своей деятельности на рынке;

-создание *общих концепций* и взглядов на модель и программу развития фондового рынка, *объединение ресурсов*, прекращение создания параллельных структур фондового рынка, *слияние* организаций, пользующихся поддержкой ФКЦБ России или Банка России (СРО, депозитарная и расчетно-клиринговая инфраструктура, торговые площадки, системы раскрытия информации и т.д.);

-введение *схем обмена информацией*, в том числе конфиденциальной, в случаях *а)* чрезвычайных ситуаций, прежде всего, нарастающего рыночного риска, возможности перевода рисков с одного рынка на другой, их взаимного усиления; *б)* манипулирования, инсайдерства, использования иных нечестных политик; *в)* организация надзора за финансовым конгломератом, отдельные компании которого находятся в ведении различных финансовых регуляторов; *г)* текущего информирования о подходах к регулированию, о планируемых изменениях в политике и правилах, об областях озабоченности, о предпринимаемых действиях и т.д.;

-организация *совместного регулирования финансовых конгломератов*, с определением *ведущего регулятора* (регулятора материнской компании), с организацией совместных процедур выдвижения нормативных требований (например, к уровню достаточности консолидированного капитала и агрегированных рисков), надзора, проверок, оценок областей озабоченности, принятия санкций, оповещения о предпринимаемых действиях в отношении отдельных компаний конгломерата;

-*разработка* совместных политик, стандартов, правил, *ведение* различных видов совместной деятельности (использование общих информационных систем, проведение совместных проверок, расследований,

если они возможны, *принятие* совместных санкций и *осуществление* иных совместных действий, согласование процедур надзора и понуждения к исполнению правил), согласование изменений в регулятивной политике, если они затрагивают интересы и полномочия другой стороны;

-*заключение* меморандума о взаимопонимании или договора о сотрудничестве, включающего все возможные формы совместной деятельности регуляторов (например, договора между Банком России и ФКЦБ России). Пример такого меморандума, заключенного между регуляторами (опыт Австралии), приведен в *приложении 13*.

#### **4.1.3. Уроки кризиса: оперативные действия в период кризиса и методы предупреждения будущих кризисов**

*Российский финансовый рынок* в силу своей природы потенциально крупного *формирующегося рынка*, который находится на *начальных ступенях развития* в сравнении даже с крупными латиноамериканскими и азиатскими рынками, будет и в дальнейшем (в среднесрочной перспективе) оставаться подверженным *высоким значениям систематического риска*, демонстрировать *масштабную волатильность*. Потенциально он может быть *источником* новых *международных финансовых кризисов*, которые будут приходить уже не из Латинской Америки и Азии, а из Восточной Европы (с центром потрясений в России) (анализ и прогноз см. в *пунктах 1.3* и *3.1*).

Высокая волатильность рынка в 2000 – 2002 гг. еще раз подтвердила эти предположения. Колебания на формирующихся рынках, вызванные потрясениями на фондовом рынке США, были значительно выше, чем на развитых рынках (см. *табл. 4.1*). Например, в кризисный день 17 апреля 2000 г. *индекс РТС - Интерфакс* упал на **8.51%** (одно крупнейшее падений на мировых рынках в тот день). Анализ показывает, что рыночный риск, присущий российскому рынку акций, возможности игры на «горячих деньгах» и манипулирования всем объемом рынка остались теми же, что и в 1998 г. (см. *пункт 1.2*).

*Таблица 4.1\**

#### **Сопоставление кризисной динамики развитых и формирующихся рынков ценных бумаг**

Рынки ценных бумаг	Число рынков = 100	Рост (↑), снижение (↓) национальных фондовых индексов 17 апреля 2000 г. %							
		↑ ≥0%	↓ От 0 до -2%	↓ От -1 до -2%	↓ От -2 до -3%	↓ От -3 до -4%	↓ От -4 до -6%	↓ От -6 до -8%	↓ Более -8%

Развитые (17 рынков = 100)	100	11.8	23.5	23.5	23.5	-	11.8	5.9	-
Формирующиеся (28 рынков = 100)	100	10.7	14.3	10.7	-	7.1	25.0	14.3	17.9

\*Расчитано по данным CNN Financial Network (www.cnn.com), данные в таблице приведены %.

В этой связи важное значение имеет *анализ фактических действий регуляторов* российского рынка ценных бумаг до и в момент кризиса августа 1998 г., а также в послекризисный период. Этот анализ позволит понять, насколько их действия были эффективны для преодоления кризиса и насколько можно полагаться на них в моменты будущих рыночных шоков. Указанный анализ проведен в *пункте 2.2.2* и привел к *выводу* о том, что действия регуляторов не были скоординированы. Зачастую они были направлены не на ослабление, а, наоборот, на дальнейшее развитие кризиса, отсутствовала совместная программа действий в специальной (кризисной) ситуации, острые формы приобрел конфликт интересов ведомств, создавший осенью 1998 г. дополнительные рыночные шоки. В этой связи важно, основываясь на международной практике, определить, *какие минимальные меры должны использоваться* на рынке ценных бумаг с тем, чтобы ослабить или даже предупредить кризисы.

### ***Момент кризиса: необходимые действия регулятора***

С 1987 г. (кризис на рынке акций США) усилилось внимание регуляторов и торговых систем к *возможности приостановки или закрытия торгов при резких движениях цен*, например, при падениях на установленное количество пунктов (circuit breakers, trading halts). После кризиса 1987 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам (США) в качестве пилотного проекта ввела на Нью-Йоркской фондовой бирже различного рода *ограничители*, снижающие системный риск, прерывающие торговлю или ограничивающие ценовые колебания. Позднее эти ограничители были применены на большинстве торговых систем мира. Как правило, биржевые правила сейчас содержат положения, позволяющие приостанавливать или прекращать торги при нарушении ценовых лимитов или при движениях цен, превышающих определенное число пунктов соответствующих фондовых индексов. Регуляторам и биржам даются неограниченные полномочия в прекращении торгов на неопределенный срок, если возникает угроза разрушения рынка (в

связи с ростом кредитных рисков в расчетной системе, обслуживающей рынок, форс-мажорными обстоятельствами). Первая мировая война – все мировые биржи были закрыты к 1 августа 1914 г. (фондовые биржи вновь открылись в Нью-Йорке в декабре 1914 г., в Лондоне – в январе 1915 г., в Париже – в 1915 г., в Берлине – в 1917 г.). В течение второй мировой войны Нью-Йоркская фондовая биржа не закрывалась, Лондонская фондовая биржа была закрыта на одну неделю в сентябре 1939 г. (нападение Германии на Польшу).<sup>413</sup> В сентябре 2001 г. (разрушение Всемирного торгового центра) Нью-Йоркская фондовая биржа была закрыта в течение 4 рабочих дней. Фондовые биржи Европы и Азии не прекращали операций.

Несмотря на то, что большинство инвесторов, прежде всего, иностранных, считают, что “рынки должны быть открыты всегда” и “не должен быть подорван процесс обнаружения цен”, в 1997-1998 гг. прекращения или ограничения торговли были применены в Аргентине, Бангладеш, Бразилии, Венгрии, Индии, Тайване, Таиланде, США.<sup>414</sup> Важно, чтобы оперативные действия регулятора (комиссии по ценным бумагам, центрального банка) в момент кризиса исходили бы не только из рыночных догм или общепринятых принципов, но и из целесообразности и необходимости сбить панику, остудить рынок. При крупных падениях рынков и массированном выводе с них капиталов сами участники рынка или даже профессиональные сообщества (СРО, торговые системы), как правило, не в состоянии справиться с ситуацией. В этих случаях необходимы *интервенционизм*, прямое вмешательство государства, а точнее финансовых регуляторов, действующих от его лица.

*Во-первых*, должен существовать специальный *план действий финансового регулятора* в условиях *чрезвычайной ситуации*. Должно быть дано *определение чрезвычайной ситуации*, в том числе в связи с масштабным манипулированием на рынке, действиями нерезидентов. Должна существовать *система оперативного наблюдения* за рынками (как базовых ценных бумаг, так и срочными), предполагающая постоянное поступление регулятору текущей информации о состоянии рынка, ее оценку и немедленное выделение сигналов об угрозе чрезвычайных ситуаций (подобно существовавшей с начала 90-х годов в Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (США) системы MarketWatch). Должна быть встроена в торговые площадки *система*

---

<sup>413</sup> Taylor Bryan. The Historical Impact of Crises on Financial Markets. Статья размещена в Интернете на сервере [www.globalfindata.com](http://www.globalfindata.com).

<sup>414</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets”, November 1999, P.51.



*ограничителей системного риска* (автоматические прерыватели торгов (circuit breakers, trading holts), *лимиты изменения цены* в течение торгового дня, при открытии и т.п. (price limits), *маржевые требования* (в России появились только весной 2001 г.), механизм *специальных котировок*, по которым совершаются сделки при постоянной несбалансированности ордеров на покупку и продажу, *механизм одновременного и параллельного приостановления торговли* на фондовом и срочном рынках, введение срочного *запрета на продажи без покрытия*, если они были разрешены, и т.п.).

*Во-вторых*, должны быть запущены процедуры *координации* или *совместных действий* разных *финансовых регуляторов* (например, *рабочая группа*) и *обмена информацией* между ними. В частности, при утрате объекта регулирования (как это случилось в 1998 г. в отношении российского рынка ценных бумаг) финансовый регулятор обязан ежедневно заниматься антикризисным управлением, создать совместно с крупнейшими эмитентами, участниками рынка и саморегулируемыми организациями антикризисную рабочую группу, ежедневно добиваться от них конкретных мер по восстановлению объема торгов и капитализации, внутри дня контролировать динамику рынка.

Рекомендации ориентированы на условия формирующихся рынков (таких, как Россия), обладающих крайне ограниченным кругом инвесторов и слабой ресурсной базой внутри страны. Эти рынки могут быстро распасться, а профессиональные участники – быстро менять область бизнеса, уходить с рынка (см. анализ динамики численности российских банков и брокеров - дилеров в *разделе 1*). В моменты кризиса, в отличие от развитых фондовых рынков индустриальных стран, они обладают повышенной способностью к саморазрушению, требуют более активного вмешательства государства.

*В-третьих*, финансовый регулятор, кроме *обычных процедур внутрисуточной приостановки торгов* (которые в России в августе 1998 г. не дали должного эффекта), должен быть способен рассмотреть более сильные меры, с целью прекращения паники и оттока капиталов (особенно в том случае, если рынок подвергается спекулятивной атаке, манипулированию ценами акций, валюты и срочных инструментов). К ним относятся:

- *временное закрытие рынков* (на день, на несколько дней, а при необходимости - на более длительные сроки). Возможно, если бы рынок акций РТС

был закрыт с середины августа до середины сентября 1998 г. (до политического урегулирования кризиса), то падение стоимости и объема рынка акций внутри России не было бы столь катастрофическим, а снижение котировок российских АДР на внешних рынках сдерживалось бы искусственно высоким уровнем цен на акции внутри России. При этом российские регуляторы подвергались бы ожесточенной внешней критике за закрытие рынков. Вместе с тем еще в начале 90-х годов уставными документами *Франкфуртской фондовой биржи* было предусмотрено, что совет управляющих может прекращать официальное котирование, если надлежащая торговая деятельность на фондовой бирже не может быть гарантирована. Правлению *Австралийской фондовой биржи* разрешалось объявлять чрезвычайную ситуацию и приостанавливать торговые сессии на определенный период, но *не более чем на 21 день*;<sup>415</sup>

**-интервенция государства на рынке ценных бумаг и срочном рынке.**

Была впервые применена *Гонконгом* (август 1998 г.), когда *Hong Kong Monetary Authority* в качестве финансового регулятора использовал (при спекулятивной атаке на свои валютный, фондовый и срочные рынки) валютные резервы для *скупки акций* и противодействия игре на понижение на срочном рынке, предотвратив падение рынка. Акции, приобретенные в результате *интервенции*, собственником которых стало государство, были переданы в специально созданный фонд “Exchange Fund Investment Ltd” с целью коммерческого управления ими и дальнейшей приватизации активов фонда. Гонконг подвергся резкой критике со стороны международного инвестиционного сообщества;

**-срочное введение ограничений на движение средств по счету капиталов.** Соответствующие меры (также вызвавшие резкую критику) были применены, например, Малайзией в 1997 г. в связи со спекулятивными атаками на внутренний финансовый рынок (оперативное введение ограничений на репатриацию средств от продажи ценных бумаг на внутреннем рынке, запрещение внутренних кредитов иностранным финансовым институтам и др.);

**-борьба с манипулированием, масштабными спекулятивными атаками при либерализованном режиме счета капиталов.** Если кризис на фондовом рынке вызван манипулятивными атаками, прежде всего, со стороны спе-

---

<sup>415</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Mechanisms to Enhance Open and Timely Communications Between Market Authorities of Related Cash and Derivatives Markets During Periods of Market Disruption”, Appendix 1,

кулятивных внешних инвесторов, комиссия по ценным бумагам могла бы осуществлять *координацию деятельности* брокеров - дилеров, играющих на повышение, создать под контролем регулятора *пул*, обеспечивающий рост курсовой стоимости и активности на рынке до его стабилизации на новом ценовом и объемном уровнях, позволяющем говорить о существовании рынка акций в стране. Подобные действия, учитывая масштабы бегства капиталов из страны, необходимо оценивать как *разрешенные, правомерные виды манипулирования*, восстанавливающие искусственно нарушенные (массовым уходом иностранных инвесторов) рыночные условия. К подобным действиям прибегают центральные банки всех стран, проводя валютные интервенции или осуществляя операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами. К недавнему примеру такого манипулирования можно отнести совместные действия участников Нью-Йоркской фондовой биржи при ее открытии 17 сентября 2001 г., после 4-дневного перерыва, вызванного террористическим актом 11 сентября в Манхэттене. Была достигнута договоренность группы брокеров – дилеров поддерживать рынок, не играть на понижение (короткие продажи), ограничивать исполнение приказов клиентов на сделки с крупными партиями, пропагандировалась непатриотичность сброса акций. Кроме того, эмитентам была максимально облегчена покупка своих собственных ценных бумаг для поддержания их курса.<sup>416</sup>

*В-четвертых*, логика и этика действий финансового регулятора в период кризиса состоит также в том, чтобы в трудное время не добавлять плохих новостей. Когда фондовый рынок разрушен, комиссия по ценным бумагам не должна предпринимать неожиданные действия, затрагивающие основы рынка, создавать ими рыночные шоки (как это происходило осенью 1998 г. в связи с действиями ФКЦБ России (см. *пункт 2.2.2*)).

### *Послекризисный период: необходимые действия регулятора*

*Программа антикризисного управления.* Как уже указывалось, сама природа российского рынка ценных бумаг как формирующегося (*emerging market*), острая экономическая и политическая нестабильность предполагают высокие значения *рыночного риска* на российском рынке ценных бумаг. В этой связи необходимо, чтобы *официальная политика восстановления и развития*

---

October 1993.

<sup>416</sup> Коммерсант. – 2001. – 18 сентября 2001. – С. 1.

*фондового рынка*, принятая государством, предусматривала *набор мер* по снижению *рыночного риска*.<sup>417</sup>

- разработку *программы антикризисного управления* (регулирования) в качестве *официального документа*, предусматривающего *ряд* последовательных в среднесрочной перспективе *мер* государства (финансового регулятора), направленных на сокращение рыночного риска, а также *план действий* в чрезвычайных ситуациях (при наступлении крупного рыночного риска);

- в части *макрофинансовой политики* – должна быть проведена оценка *сценариев* развития и курсовой динамики финансового рынка при различных вариантах экономической политики, *включая* валютную, денежную, бюджетную и процентную составляющие, *режим* счета капиталов (степень и формы либерализации, наличие ограничений на движение капиталов и т.д.), *баланс* обязательств и активов страны в целом, *требования* к финансово-кредитной политике, которые исключали бы накопление краткосрочных требований к стране, возникновение спекулятивного роста цен на финансовые активы;

- *реструктурирование* и развитие *отрасли ценных бумаг* с целью снижения рисков, лежащих на фондовом рынке (более подробно см. *пункт 4.2*), *перестройка архитектуры рынка РТС*, несущего особенно высокие рыночные риски (см. *пункт 2.3*), *пополнение капиталов* брокеров - дилеров и банков, занятых в фондовом бизнесе, *осторожное введение и развитие рынков срочных контрактов* (каждое решение финансового регулятора должно оцениваться с точки зрения того, накапливается ли, остается постоянным или снижается рыночный риск). Вместе с тем любая *программа восстановления и развития рынка*, обеспечивающая повышение его эффективности, прозрачности, степени защиты прав инвесторов, реструктурирование, рост доли долгосрочных ресурсов, объективно направлена на снижение рисков рынка;

- создание *системы мониторинга* и *оценки* рыночного риска, которая давала бы возможность, основываясь на «сигналах раннего предупреждения», принимать корректирующие меры до того, как начнется и приобретет необратимый характер падение рынков (в первую очередь, оценка вероятности накоп-

---

<sup>417</sup> Ряд мер, приведенных ниже, рекомендованы в следующих международных документах: Financial Stability Forum. "Report on the Working Group of Capital Flows", 2000, April 5; International Organization of Securities Commissions (IOSCO). "Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets" (Emerging Markets Committee), November 1999.

ления в экономике краткосрочных обязательств, спекулятивных атак и краткосрочных оттоков капитала), укрепление *информационной прозрачности* рынка в части, относящейся не к отдельным экономическим агентам, а к финансовому состоянию и рискам экономики в целом, *исследование* и *рекомендация* лучших международных практик в области антикризисного управления финансовыми рынками, развитие *программ информационного обмена* между финансовыми регуляторами, постепенное создание на этой основе *системы риск-менеджмента* для предупреждения и ослабления будущих кризисов;

- создание *институциональной структуры* с задачей антикризисного управления финансовыми рынками. Возможно формирование *рабочей группы по антикризисному управлению* из представителей финансовых регуляторов, операторов рынка, независимых экспертов, присоединение к международным рабочим группам и комитетам, созданным с этой целью. Определение *порядка координации* и последовательности действий *финансовых регуляторов* при наступлении *чрезвычайных ситуаций* на финансовых рынках;

- развитие *рынков корпоративных облигаций*, которые являются *стабилизирующим элементом* в сравнении с рынками акций и валютными рынками (на азиатских рынках, подвергшихся кризису в 1997 г., как и на российском рынке, корпоративные облигации практически отсутствовали, что делало либерализованные валютные рынки и рынки акций более неустойчивыми).

**Восстановление рынка.** Необходимо *восстанавливать* рынок ценных бумаг *в новом качестве* (пока он повторяет – в части акций - основные ошибки, риски и конструкции 1995 – 1998 гг.) (см. анализ в *пункте 2.3*). Рыночный риск, лежащий на рынке акций, сейчас не только не меньше, но, может быть, и больше, чем в докризисный период (в связи с высокой торговой активностью на рынке депозитарных расписок, сохраняющимися рисками РТС, чрезмерным развитием сегмента акций РАО ЕЭС). Кризис рынка акций в России пока не преодолен. Размер капитализации рынка акций в 2001 г. примерно в 2-2.5 раза ниже уровня, достигнутого до октября 1997 г. Спекулятивный подъем и приход коротких денег в 1999 г., рост за счет нарастающего объема сделок с акциями РАО ЕЭС и сверхвысокая волатильность в 2000 г., курсовой подъем на базе небольших оборотов РТС в 2001 - 2002 гг. – это еще не выздоровление.

Как указывалось выше, в послекризисный период комиссия по ценным бумагам должна работать не только по принципу «мы устанавливаем правила игры и контролируем их выполнение», но и по **принципу «мы строим рынки»**.

**Информационные действия ФКЦБ России и других финансовых регуляторов на фондовом рынке.** Посткризисные действия финансовых регуляторов могут включать в себя попытки создать поток хороших экономических новостей из России и внутри России, благоприятных для инвесторов. С этой целью могут быть созданы **информационные пулы**, в которые войдут эмитенты, участники фондового рынка, информационные агентства. Их деятельность могла бы координироваться рабочими группами финансовых регуляторов с тем, чтобы в рамках пулах готовилась и распространялась позитивная информация об инвестиционных проектах, результатах хозяйственной деятельности, отраслях, в которых происходит экономический рост. Необходима неослабевающая кампания в области «public relations», направленная на улучшение представлений инвесторов об экономической обстановке в России, об ожидании нового подъема на рынке корпоративных ценных бумаг, о позитивных изменениях в финансовой ситуации и т.д. Создание потока объективной и позитивной информации, организация для этого **информационных пулов** не является в условиях России формой манипулирования фондовым рынком. По сути, это ответ на искажение рыночной среды, ожиданий инвесторов и рыночных цен, вызванное многолетней несбалансированностью - в пользу негативных событий - потоков сообщений из России, создаваемых отечественными и иностранными средствами массовой информации. Это - противодействие вольному или невольному манипулированию ценами, которое само по себе формирует атмосферу повышенных рисков, готовности капиталов к бегству при первых признаках нестабильности.

В этой связи крайне важно **позиционировать Россию** не только как формирующийся рынок, но и **как рынок, приближенный** в ощущениях инвесторов - по степени зрелости (по капитализации, насыщенности ценными бумагами)- **к индустриальным рынкам**, и на этой основе **понижать рыночный риск**, присущий российскому рынку ценных бумаг. Как показано выше, чем более развита экономика страны с точки зрения инвестора, чем меньше финансовый сектор отдален по степени зрелости от развитых финансовых рынков, тем он более стабильный при изменении поведения инвесторов, тем меньше спады переживает при сокращении спроса на ценные бумаги, обращающиеся на формирующихся рынках (анализ см. в **пункте 1.3**).

## **4.2. Долгосрочная политика государства: общеэкономические условия обращения и предложение ценных бумаг**

Анализ, проведенный выше в настоящем разделе, показал объективную необходимость в создании государством *долгосрочной политики и программы действий в области российского рынка ценных бумаг*, направленной на решение основной задачи рынка – использование его в качестве механизма, покрывающего масштабный дефицит в денежных ресурсах на цели модернизации экономики. Потребности народного хозяйства России в инвестициях на ближайшие годы составляют несколько сот миллиардов долл. (см. *пункт 2.2.1*).

Только ценные бумаги и кредит в разных формах являются рыночными каналами покрытия этих потребностей, поступления денежных средств в реальный сектор. Других каналов не существует. Слабый фондовый рынок означает не только дефицит инвестиций, но также и нарушенность прав собственности, заниженную оценку бизнеса, его неликвидность и отсутствие стимулов к развитию предприятий. *Россия теряет масштабные, в десятки миллиардов долларов инвестиции в связи с тем, что отечественный рынок ценных бумаг не способен качественно выполнять свои функции.*

Положения данного раздела относятся к ФКЦБ России с учетом того, что ряд функций и полномочий по регулированию фондового рынка ФКЦБ России разделяет с Банком России, Министерством финансов и другими ведомствами. В той мере, в какой данный раздел затрагивает эти функции и полномочия, его содержание распространяется и на указанные ведомства.

Ключевые идеи долгосрочной политики государства на рынке ценных бумаг приведены в *пункте 4.1*. Ниже эти идеи будут развиты и детализированы с тем, чтобы перейти от уровня концепций к более детальным и техническим решениям, которые могли бы войти в программу мер государства и профессионального сообщества по развитию российского фондового рынка.

### **4.2.1. Макрофинансовая политика государства и воздействие на объем, структуру и качественные характеристики рынка**

*Количественные ориентиры рынка  
ценных бумаг в 2002- 2004 годах*



Важнейшим *элементом развития* рынка ценных бумаг является целеполагание, *программирование важнейших количественных целей*, которые должны быть достигнуты рынком на уровне макроэкономики в своей способности привлекать инвестиции и перераспределять свободные денежные ресурсы. *Приоритетной задачей* является значительное увеличение объема денежных ресурсов, направляемых в реальный сектор через рынок ценных бумаг. В этой связи количественными ориентирами могут быть, по экспертной оценке (с учетом объема требуемых инвестиций), следующие:

*-привлечение* ежегодно не менее 10-25 млрд. долл. в форме новых инвестиций в ценные бумаги, из них не менее 70%- в негосударственные ценные бумаги (анализ объема и структуры рынка см. в *пункте 1.2*);

*-устойчивое повышение* спроса на российские ценные бумаги, стабильный *рост капитализации* российского рынка акций в 3-5 раза при не менее чем двукратном снижении рыночного риска и волатильности, являющихся в настоящее время одними из самых высоких в мире (анализ волатильности см. в *пункте 1.2*); поэтапное повышение уровня капитализации фондового рынка до 35 - 40% ВВП и выше. *Фондовый рынок* должен стать *значимым* для экономики страны. Реальная капитализация рынка, охватывающая 100 – 200 российских компаний и оборот значительных долей их акционерных капиталов, должна составлять не менее чем 40% ВВП. (Для основной части развитых рынков характерна капитализация выше 40 - 60% ВВП / ВВП, для большинства формирующихся рынков – ниже 40 - 60% ВВП / ВВП - см. *пункт 1.2*);

*-достижение* не менее 3-5-процентной доли в совокупной капитализации формирующихся рынков мира (фактическая доля фондового рынка России не превосходила 0.3-0.4%, в последние годы – 0.01%, анализ см. в *пункте 1.2*);

*-увеличение объема* рынка корпоративных облигаций, выпускаемых предприятиями реального сектора, до 20-25 млрд. долл., создание рынка коммерческих бумаг реального сектора, обеспечивающего привлечение в реальный сектор инвестиций на сумму не менее 3-5 млрд. долл.;

*-обеспечение* не менее чем 1.3 - 1.5-кратного *превышения* объема сделок на внутреннем рынке акций над оборотом внешних рынков депозитарных расписок, *усиление* конкурентоспособности российского фондового рынка, *предотвращение* дальнейшего ухода торговой активности за рубеж;

**-рост доли** небанковских финансовых институтов в финансовых активах до 10-20% (сейчас в России, по оценке – 3-4%, в США – в конце 90-х годов XIX в. – 3-5%, в 40-х годах –15-20%, в 90-х годах прошлого века – 70-80%);<sup>418</sup>

**-усиление роли** внутренних розничных инвесторов. Их доля на рынке должна быть доведена до не менее 10-20% объема рынка, а с учетом институциональных инвесторов (пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний) – до 20-30% объема рынка (анализ оптового характера российского фондового рынка и незначительной роли розницы см. в *пункте 2.3*);

**-привлечение** на рынок корпоративных ценных бумаг не менее 15-20% сбережений, находящихся внутри страны в наличной иностранной валюте (это крупнейший внутри России источник денежных ресурсов, см. *пункт 2.2.1*).

### ***Политика регулятора фондового рынка в области макроэкономики***

В 1996-1999 гг. ФКЦБ России делала особый акцент на создание регулятивной инфраструктуры фондового рынка, что соответствует начальному этапу его создания. Вместе с тем, один из самых высоких в мире уровней рисков, неустойчивости, которые продемонстрировал российский рынок акций в 90-е годы, означал, что произошла во многом подмена фактических действий ФКЦБ России на макроэкономическом уровне - нормотворчеством, подмена регулирования экономики отрасли ценных бумаг- изданием ведомственных актов и правил, налаживанием контроля их исполнения.

Существуют **реальные макроэкономические проблемы отрасли ценных бумаг в целом** (анализ см. в *пункте 2.3*), которые должна решать ФКЦБ России:

**а)** один из самых высоких в мире рыночный риск, спекулятивный и олигополистический характер фондового рынка, его уязвимость для манипулирования; **б)** высокая зависимость от иностранных инвесторов, слабая способность поддерживать ликвидность рынка за счет средств внутренних инвесторов; **в)** крупный опт как основа рынка (вместо мелкого опта и розницы); **г)** незначительное количество эмитентов и инвестиционных проектов; **д)** неэффективная структура собственности в экономике России, препятствующая созданию массового и ликвидного рынка акций; **е)** слабая финансовая база, проблемность активов и до-

---

<sup>418</sup> Расчеты см. в кн. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 329-331.

черный характер профессиональных участников, сокращение их численности, высокие риски и конфликты интересов, лежащие на брокерско – дилерской отрасли; *ж*) перемещение торговой активности по ценным бумагам российских эмитентов на внешние рынки (в форме торговли депозитарными расписками); *з*) необходимость вывода на рынок молодых компаний роста, предприятий высокотехнологичных отраслей; *и*) сверхконцентрация фондового рынка в Москве; *к*) чрезмерный объем векселей, находящихся в обращении, выпуск которых носит эмиссионный характер и связан во многом с замещением денег в качестве суррогатов; *л*) раздробленность торговых, депозитарных и расчетных систем фондового рынка, неунифицированность технологий на фондовом рынке; *м*) отсутствие срочного рынка как механизма ценообразования на базовые ценные бумаги и т.д.

В этой связи первоочередными задачами ФКЦБ России должны стать не только развитие регулятивной инфраструктуры рынка, но и: *а*) раскрытие, мониторинг и анализ сводной информации о фондовом рынке в целом; *б*) налаживание рынка, оперативные, совместные с другими регуляторами, профессиональным сообществом и эмитентами действия, направленные на решение макроэкономических проблем, с ним связанных, рост объема, изменение структуры, снижение рисков и повышение эффективности рынка.

*Защита ФКЦБ России интересов отрасли ценных бумаг при разработке и проведении экономической (в том числе денежно-кредитной и финансовой) политики государства.* Из анализа влияния цикличности на рынок ценных бумаг, *проведенного в пункте 1.3*, следует, что только *политика государства, стимулирующая экономический рост, способна создать устойчивую положительную динамику российского рынка ценных бумаг.* Защита интересов отрасли ценных бумаг со стороны ФКЦБ России предполагает *отстаивание политики экономического роста*, работу с Министерством экономического развития и торговли, Министерством финансов, Банком России и другими государственными органами по предлагаемым ими вариантам общеэкономической, инвестиционной, финансовой и денежно-кредитной политики с тем, чтобы они в возможно большей степени ориентировались на стимулирование инвестиций, модернизацию экономики, экономический рост.

ФКЦБ России должна перейти к практике *ежегодной разработки* по согласованию с Банком России и Минфином России и открытого обсуждения *своей политики на следующий год*. Она может быть изложена в таких документах, как «Основные направления развития рынка ценных бумаг и политика ФКЦБ России» или «*Основные направления государственной политики на рынке ценных бумаг*». В частности, в «*Основных направлениях...*» экономические сценарии, предлагаемые правительством, оценки, относящиеся к компетенции и политике Банка России, Минфина России и других государственных ведомств, могли бы увязываться с собственными экономическими прогнозами ФКЦБ России, мерами, относящимися к компетенции комиссии по усилению долгосрочного инвестиционного характера фондового рынка. Важным является введение в практику публичных *ежегодных отчетов ФКЦБ России* (перед Президентом РФ или в зависимости от подчиненности перед другими органами власти) о привлечении долгосрочных инвестиций через рынок ценных бумаг.

Интересы отрасли ценных бумаг требуют создания формальных (и неформальных) *процедур участия ФКЦБ России* в подготовке основных направлений денежно-кредитной политики и в бюджетных разработках, в формировании кратко- и долгосрочных макроэкономических сценариев не только на стадии согласования проектов документов, но и на предварительных стадиях, когда возможности повлиять на идеологию решений значительно выше. Для этого целесообразно создать в *структуре ФКЦБ России* подразделения, занимающиеся стратегическими вопросами.

### ***Счет капиталов и политика валютного курса: влияние на фондовый рынок***

Принимая в качестве конечной цели либерализацию валютного курса и движения капиталов, *нельзя допустить* повторения ситуации 1997-1998 гг., когда при закреплённом или устойчивом валютном курсе свобода движения капиталов позволяет войти в страну крупным краткосрочным иностранным деньгам, разогревать рынок, создавать – в силу закреплённого курса - сверхдоходность на нем и - через краткосрочный разовый сброс финансовых активов, спекулятивные атаки - вызывать кризис на фондовом и валютном рынках. Даль-

нейшая либерализация финансового сектора должна осуществляться во взвешенной последовательности, учитывать масштабы рыночного риска.

Именно эти идеи были признаны международным сообществом в итоге анализа финансовых кризисов 1997 –1998 гг., в завершение периода массовой «либерализации», «дерегулирования» на формирующихся рынках. В попытках создать *новую мировую финансовую архитектуру*, предпринятых после 1997-1998 гг., *ведущими индустриальными странами* (“Группой Семи”) были сформированы следующие *подходы*, отличающиеся от концепций финансовой политики начала и середины 90-х годов:<sup>419</sup>

- *либерализация счета капиталов* должна осуществляться осторожно и в хорошо взвешенной последовательности шагов;

-нельзя допускать *излишнего накопления* в стране *краткосрочных обязательств в иностранной валюте*, связанных с привлечением капиталов, должны быть исключены стимулы к такому накоплению;

-выбор *режима валютного курса* является критически важным для формирующихся экономик. Режимы, которые наиболее подходят для конкретной экономики, могут быть *разными* в зависимости от экономических обстоятельств и могут изменяться, когда меняются последние;

-может быть оправданно использование *ограничений на движение капиталов* во время переходного периода, когда страны используют его для усиления институциональной и регулятивной инфраструктур в своих финансовых системах. В тех случаях, когда финансовый сектор и надзор за ним являются слабыми, могут быть приняты *меры защиты* с тем, чтобы ограничить валютный риск, лежащий на банковской системе. Всесторонние системы *контроля за притоком капиталов* могут быть использованы отдельными странами с тем, чтобы защитить себя от давления рынка. Данные шаги имеют свои издержки и не могут заменить реформы. Меры *контроля за оттоком капиталов* могут иметь еще большие долгосрочные издержки. Тем не менее они могут быть необходимы при определенных *исключительных обстоятельствах*;

-оценка *режимов контроля капиталов* должна быть *менее однозначной* (чем до кризиса). В этой связи необходимо подвергнуть дополнительному изучению те *меры*, направленные на контроль движения капиталов, которые

основаны на *рыночных методах* и *пруденциальном подходе*, включая *методы, используемые чилийскими властями*. Подход Чили к либерализации счета капиталов обычно характеризуется как “постепенный”, поэтапный, предупреждающий накопление краткосрочных обязательств в иностранной валюте. В его основе - идея “налогообложения” потоков капиталов, удорожания связанных с ними издержек. Инструменты: *контроль притока капиталов* - а) обязательный беспроцентный годовой депозит в валюте заимствования или в долларах, направляемый на счет в центральном банке, формируемый за счет и в доле заимствованных средств (от 10 до 30%), б) разрешение на размещение за границей только тех эмиссий ценных бумаг, которые отвечают определенным требованиям, – облигации (требования к величине рейтинга, минимальный срок – 4 года, минимальные суммы – 25 –50 млн. долл.), американские депозитарные расписки (требования к величине рейтинга, минимальные суммы – 50 млн.долл.); *контроль оттока капиталов* – минимальная величина срока, в течение которого капиталы должны оставаться внутри страны.<sup>420</sup>

Существует и российский опыт рыночного регулирования ввода-вывода средств нерезидентами (*свободный ввод нерезидентами валютных денежных средств*, предназначенных для операций с ценными бумагами резидентов, на внутренний рынок, *конвертация* указанных валютных средств в российские рубли, с одновременным *заключением* срочных контрактов с Банком России обеспечивающих возможности свободного вывода средств нерезидентами на основе обратной покупки иностранной валюты по валютному курсу, действующему на дату заключения срочного контракта).

Как показано выше (см. *пункт 2.2.1*), без притока иностранных инвестиций российская экономика будет испытывать долгосрочный дефицит денежных ресурсов для целей модернизации. Соответственно, необходимо: *а)* решать проблемы «горячих денег», объемных движений спекулятивных капиталов, которые присутствуют в системе «торговля АДР на российские акции – РТС» (поэтапное сокращение расчетов в иностранной валюте по счетам за рубежом, ограничение возможности массового сброса акций и шокового вывода с рынка спекулятивных иностранных капиталов); *б)* выстраивать поэтапную политику либерализации счета капиталов, прямого участия иностранных инвесторов в рублевом обороте на внутреннем рынке, осуществляя при этом меры, направленные на предупреждение будущих финансовых кризисов; *в)* рассматривать связь между политикой валютного курса и динамикой фондового рынка, имея в

---

<sup>419</sup> G7 Statement, June 18, 1999; Report of G7 Finance Ministers to the Cologne Economic Summit, Cologne, 18-20 June, 1999.

виду накопление рыночного риска, возможный «перегрев» фондового рынка при искусственно сдерживаемой динамике валютного курса рубля; 2) создавать режим контроля движения капиталов преимущественно рыночными методами (см. выше анализ чилийского и отечественного опыта). Эти задачи – полностью или частично – относятся к *компетенции не только Банка России, но и ФКЦБ России* (в части, касающейся фондового рынка). В ее политике должны появиться элементы макрофинансового регулирования.

### ***Политика в области государственных финансов и деятельности центрального банка: стимулы для рынка ценных бумаг***

Только *политика стимулирования экономического роста* способна создать условия для развития и устойчивой повышательной динамики рынка ценных бумаг реального сектора (анализ влияния экономических циклов на фондовый рынок см. в *пункте 2.2.1*). Наряду с ростом монетизации экономики и сбалансированным режимом счета капиталов, к *элементам* такой *политики*, типичным для формирующихся рынков и проводимым инструментами государственных финансов и центрального банка, являются *следующие*.

*Поддержка* в размере не более **30-35%** доли внутреннего кредита, направляемого на покрытие потребностей государства (федеральный и региональный уровн). Как следствие, использование **65-70%** внутреннего кредита для финансирования экономики. Анализ чрезмерного использования государством заемных денежных ресурсов в 90-е годы и его негативных последствий для развития рынка ценных бумаг реального сектора проведен в *пунктах 2.1* и *2.2.2*. При этом было показано, что при доле государства во внутреннем кредите более 25%, вероятность того, что капитализация рынка акций превысит 40%, является малой величиной, а 50 - 60% ВВП - крайне незначительной. Соответственно, нельзя допустить, чтобы воссоздание рынка государственных ценных бумаг или наращивание государственного долга в иной форме вновь, как это было в 1995 - 1998 гг., привели к масштабному отвлечению денежных средств от целей финансирования реального сектора.

*Налоговые условия*. Исходя из того, что только устойчивый экономический рост способен создать успешно развивающийся фондовый рынок, необхо-

---

<sup>420</sup> Nadal-De Simone F., Sorsa P. A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. – Wash.: IMF.- IMF Working



димо создание налоговых условий, при которых невыгодны занижение прибылей и доходов, искусственная убыточность, дробление бизнеса для уклонения от уплаты налогов. Выгодным должно стать создание прозрачного бизнеса (который только и может привлекать средства с рынка ценных бумаг). В частности, **базовыми условиями устойчивого развития фондового рынка** являются:

а) **налоговая амнистия**, относящаяся к уклонению от уплаты налогов в 90-е годы и, соответственно, возврат значительных денежных ресурсов в легальный оборот, формирование информационно прозрачных компаний; вытеснение неформального оборота по ссудам); **амнистия на вывоз капиталов** из страны (с тем, чтобы создать условия для их репатриации);

б) **снижение налогового бремени**, но не за счет базовых ставок, а за счет налоговых льгот (**регрессивная шкала налогообложения**), даваемых за прирост продукции (или чистой прибыли) в сопоставимых ценах, за рост несырьевого экспорта (создание на несколько лет налогового механизма, стимулирующего бизнес в том, чтобы демонстрировать рост, не прятать выручку); **объемные налоговые льготы малому бизнесу** за рост производства. В этом налоговом механизме потери бюджета за счет налога от прибыли компенсируются ростом налога на добавленную стоимость. Малые предприятия (венчурные фирмы) в экономиках большинства стран являются “объектами ускоренного роста”, наиболее динамичными разработчиками и поставщиками новейших технологий. В этой связи налоговое стимулирование малого бизнеса является распространенным приемом в международной налоговой практике. Например, США неоднократно прибегали к снижению налоговых ставок по малым предприятиям до уровня на 10-15 пунктов ниже ставок, применяемых к более крупному бизнесу;

в) **налоговое стимулирование** развития фондового рынка, создание системы **налоговых стимулов для долгосрочных инвестиций в корпоративные ценные бумаги** (будут подробно рассмотрены в **пункте 4.3.4**).

Налоговая и квази-налоговая (социальное страхование, пенсионные фонды) нагрузка 90-х годов (до 50 - 55% выручки налогоплательщика) была непомерно тяжелой для экономики России, испытывающей потребность в быстром хозяйственном росте. Она была неадекватна периоду перехода от финансовой стабилизации к промышленному подъему и неизбежно, наряду с высокими текущими (неинвестиционными) расходами государства, выводила Россию в зону стран с наиболее низкими или отрицательными значениями экономического

роста, с подавленным фондовым рынком. По налоговым условиям российским компаниям было невыгодно выплачивать дивиденды, инвестировать средства в ценные бумаги и, наоборот, были выгодны занижение прибылей, искусственная убыточность (ситуация стала меняться в 2000 – 2001 гг.).

*Инвестиционная направленность бюджетов: более высокая доля* государственных и муниципальных расходов на инвестиции и вложения в корпоративные ценные бумаги в сравнении с относительной величиной данных расходов в 90-е годы. Анализ показывает («Government Finance Statistics» МВФ), что в 90-е годы в большинстве стран с формирующимися рынками капитальные расходы из бюджета центрального правительства превышали военные расходы от 30 до 1.2-1.5 раз, доля инвестиций в бюджете обычно составляли более 10% (до 40%). В бюджете Японии доля инвестиций примерно в 3 раза превышала военные расходы. В других индустриальных странах расходы капитального характера колебались около 4-5% бюджета при том, что военные расходы на 1-3% выше. В США - военные расходы примерно в 5 раз больше затрат капитального характера.

*Стимулирование инвестиций финансовых институтов в реальный сектор.* Это предполагает *налоговые льготы по доходам от инвестиций*, финансового лизинга и долгосрочных кредитов в экономику, *льготные нормы резервирования и нормативы рисков, субсидирование процентных ставок*, в т.ч. *по долговым ценным бумагам*, выпускаемым предприятиями реального сектора, *целевое кредитование Банком России коммерческих банков* для финансирования инвестиционных проектов при усилении надзора за рисками финансовых институтов. Указанные формы распространены в странах с формирующимися рынками. Их широкое применение является, по сути, этапом, который должен быть пройден с тем, чтобы создать условия для последующей либерализации. Положительный эффект от стимулирования экономического роста перекрывает отрицательные последствия, связанные с искажением свободного рыночного перераспределения ресурсов, с нарастанием проблемных кредитов, с утечкой части денег на валютный рынок и за рубеж, с централизованным принятием решений в государственном аппарате, часть которых будет носить внеэкономический характер.

*Запуск крупных инвестиционных программ* (экспортные производства, дороги, жилищное строительство, автомобилестроение и т.д.), связанных с улучшением жизни населения и смешанным (государственным и частным) финансированием. Одним из начальных источников финансирования может стать осторожная денежная эмиссия (целевые кредиты центрального банка коммерческим банкам для инвестиций последних в долговые обязательства по конкретным инвестиционным проектам). Международный опыт (способы преодоления

кризиса в 30-е годы в США, Австралии и большинстве европейских стран, послевоенный бум в азиатских экономиках), массовое применение “общественных” работ, спонсируемых государством, показывают, что инвестиционные программы государства способны быть рычагом, “запускающим” механизм экономического роста и повышения капитализации фондового рынка.

*Переход от выпуска государственных ценных бумаг, направленных только на покрытие общего бюджетного дефицита, к более широкой гамме финансовых инструментов государства*, в которой растущая доля будет приходиться на *государственные ценные бумаги под конкретные инвестиционные проекты*; поэтапное увеличение их доли в эмиссиях государства, по оценке, до 25-30%, сохранение значимых налоговых льгот только по тем государственным ценным бумагам, средства от размещения которых используются на капитальные вложения, финансирование науки и образования. Такая политика государства многократно улучшит инвестиционную обстановку и вызовет мультипликативный эффект в сфере частных инвестиций. Банк России, приобретая (вместе с коммерческими банками) целевые выпуски государственных ценных бумаг, обеспечивал бы не только прирост предложения денег в экономике, но и его целевой, инвестиционный характер, направляя эмиссию на конкретные инвестиционные программы, на «разогрев» инвестиционной сферы, прирост заказов оборудования, строительных материалов. В международной практике широко используются государственные или гарантированные государством облигации под конкретные инвестиционные проекты. В Японии подобные облигации выпускаются Японской государственной дорожной корпорацией, Японской корпорацией жилищного строительства, Корпорацией по финансированию местных государственных предприятий, специальными корпорациями, действующими в области развития инфраструктуры (Корпорация по развитию электроэнергетики). В Германии к выпуску облигаций на цели развития прибегают такие государственные институты, как Федеральная почта и Федеральные железные дороги.

*Завершение создания в России системы управления государственным долгом*, обеспечивающей снижение кредитных рисков, раскрытие информации о государственном долге.

## ***Изменение финансовой структуры хозяйства***

***Рост монетизации должен стать одним из приоритетов политики развития фондового рынка.*** Этой цели должна добиваться ФКЦБ России в сотрудничестве с Банком России и другими экономическими ведомствами. Как показал анализ в ***пункте 2.2.1***, чем выше монетизация, тем выше насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, тем больше денежных ресурсов перераспределяется через брокерско-дилерские компании и банки, тем более позитивной является конъюнктура фондового рынка и крупнее торговые системы. Выше указывалось (***пункт 2.2.1***), что объем фондового рынка в России искусственно и жестко ограничен низкой (в сравнении с большинством других стран) монетизацией. Можно прогнозировать со значимой вероятностью, что в России не будет массового рынка акций с растущей капитализацией, доходящей хотя бы до 35-50% ВВП (что очень хорошо для ***формирующегося рынка***), до тех пор, пока монетизация составляет 15-25% ВВП.

***Структура источников финансирования хозяйства.*** Как уже указывалось (***пункты 2.1.3 и 2.1.4***), структура собственности в стране полностью определяет и структуру финансирования хозяйства: осуществляется ли оно преимущественно за счет наращивания акционерных капиталов или же финансовые рынки носят долговой характер и хозяйство финансируется преимущественно за счет долговых инструментов. Анализ российской практики – и с точки зрения структуры собственности, и с точки зрения сложившихся пропорций рынка – позволяет говорить о том, что в России ***финансирование хозяйства*** происходило - и будет происходить – в основном за счет ***долговых инструментов***, и только во вторую очередь – за счет акций. Финансовый рынок будет иметь во многом долговой характер. Необходимо констатировать, что российская практика должна будет ориентироваться на ***развитые финансовые рынки континентальной Европы***, для которых – ***в отличие от англо-американской модели***, характерно преимущественное использование долговых инструментов (см. ***пункт 2.2.1***). Как указывалось выше, на таких рынках ***насыщенность хозяйственного оборота акциями***, как правило, ***меньше насыщенности деньгами***<sup>421</sup>, ***долговыми инструментами***<sup>422</sup> и ***облигациями***, в частности.<sup>423</sup>

---

<sup>421</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Деньги + Квази- Деньги / Валовой внутренний продукт».

Государству, в том числе **ФКЦБ России** и **Банку России**, важно не только **признать**, что структура финансирования хозяйства в стране будет иметь долговой характер, но и **перенести усилия** в своей политике с создания в первую очередь масштабного рынка акций (что было в основе политики ФКЦБ России в 90-е годы) **на рынок секьюритизированных корпоративных долгов** (облигаций, коммерческих бумаг, складских свидетельств, ипотечных ценных бумаг, депозитных сертификатов и т.д.), **сокращая** при этом долю рынка государственных долговых обязательств. Важно учитывать в политике, что **облигационный сегмент** российского финансового рынка (без учета эмиссионных ценных бумаг) может составлять, по оценке (с учетом высокой роли банковского кредита на формирующихся рынках), примерно **от 30 до 60% величины внутреннего кредита** и – по величине – **более 50% денежной массы** в обращении (Деньги + Квази – Деньги по методологии МВФ).

**Структура финансирования оборотных средств.** Как указывалось выше (см. **пункты 2.1.4 и 3.1**), структура созданной долговой экономики России такова, что за счет **акционерных капиталов** к концу 90-х годов финансировалась лишь **небольшая доля** оборотных средств (1-2%), за счет **кредитов** – 6-7%, за счет **кредиторской задолженности** (частично секьюритизированной в форме векселей) – 85-90%. Примерно половина долгов являлись просроченными. Подобная структура финансирования хозяйства может существовать только в кризисной экономике, пропитанной неплатежами, бартером, денежными суррогатами. В этой связи важными **макроэкономическими ориентирами**, свидетельствующими об успешной работе ФКЦБ России, должны стать **рост доли собственных источников** в структуре средств, в первую очередь, за счет наращивания акционерных капиталов до хотя бы 5 - 7%, **появление значимого сегмента облигационных займов** в структуре финансирования, его увеличение до 10-15% источников средств предприятий, **появление и рост доли коммерческих бумаг** в источниках средств до 5%.

**Качественно иной характер** должны приобрести **эмиссии корпоративных ценных бумаг**, которые после кризиса 1998 г., по оценке, на

---

<sup>422</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Внутренний кредит / Валовой внутренний продукт».

95% имели *технический характер* (см. анализ в *пункте 2.3*) и были связаны с переоценкой основных средств либо перераспределением собственности. *Не менее 50% выпусков эмиссионных ценных бумаг* должны быть связаны с *реальным привлечением средств для инвестиций в оборотные средства*.

*Структура финансирования инвестиций в основной капитал.* В настоящее время финансирование этих инвестиций осуществляется либо за счет собственных накоплений предприятий и амортизационных источников, либо за счет кредитов. *Доля средств, привлеченных за счет выпуска ценных бумаг, крайне невелика* (по оценке, не более 1-2%). Соответственно, важнейшим макроэкономическим ориентиром для государства и, в качестве его представителя, ФКЦБ России может стать *увеличение до 25-30% доли средств в инвестиции в основной капитал*, которые были бы привлечены не через кредиты или собственные накопления, а *на основе выпуска эмиссионных ценных бумаг*. Это положение относится не только к предприятиям как эмитентам, но и к государству, если возобновится массовый выпуск муниципальных займов под инвестиционные проекты и начнется выпуск на федеральном уровне государственных инвестиционных облигаций, а средства от их размещения будут направляться на конкретные инвестиционные проекты.

*Рост насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами при устойчивости рынка* - важнейший приоритет политики развития фондового рынка, *макроэкономический ориентир*, который должен быть *ключевым* в работе ФКЦБ России по защите интересов отрасли ценных бумаг. Как уже указывалось (см. *пункт 1.2*), чем более финансовый сектор насыщен ценными бумагами, тем больше, при прочих равных, каналов перераспределения денежных ресурсов на цели инвестиций, тем полнее используются свободные денежные ресурсы в макроэкономике и тем более зрелым и устойчивым (с меньшим рыночным риском) становится фондовый рынок. Целью политики ФКЦБ России в ближайшие годы должно стать *повышение уровня реальной* (подкрепленной ликвидностью) *капитализации фондового рынка до 35-40% ВВП*.

### *Содействие изменению структуры собственности как условие*

---

<sup>423</sup> Коэффициент «Капитализация биржевых фондовых рынков / Валовой внутренний продукт» (по внутренним эмитентам), как правило, меньше коэффициента «Рыночная стоимость непогашенных облигаций внутренних эмитентов на биржевых фондовых рынках / Валовой внутренний продукт».

## *создания масштабного рынка акций*

*Содействие со стороны ФКЦБ России изменению структуры собственности*, формированию мелкой, массовой структуры акционерного капитала, увеличению доли отечественных, в том числе розничных инвесторов, сокращению доли иностранных инвесторов в текущих операциях на рынке акций.

В России сформировалась структура акционерного капитала, в которой значительную долю занимают контрольные или крупные пакеты акций (см. *пункты 2.1.3, 2.1.4 и 3.1*). Оптовая структура капитала делает невозможным создание массового ликвидного рынка акций (подобного США). На фондовом рынке обращается незначительная часть акций. Остальные акции сосредоточены в крупных пакетах, оборот которых замедлен и затруднен (см. *пункт 3.1*). Российский рынок формируется как долговой (сходство с германским), ему предстоит долгий путь трансформации оптовой, крупнозернистой структуры акционерного капитала в розничную. В этой связи *задача* ФКЦБ России - *мониторинг структуры собственности* в России и *работа с крупными эмитентами, направленная на рост доли акционерных капиталов, принадлежащей мелким акционерам* и находящейся в ликвидной форме.

ФКЦБ России должна не только содействовать развитию институтов коллективных сбережений, которые несут в условиях российского рынка высокие риски и не способны пока переломить негативное отношение населения к финансовым посредникам, но и активно *помогать становлению рынков розничных операций с ценными бумагами*, развитию брокерских услуг, оказываемых непосредственно населению, профессиональных участников, ориентированных на работу непосредственно с физическими лицами. Учитывая, что наиболее крупные свободные денежные ресурсы внутри страны сосредоточены у населения и в Москве (см. анализ в *пункте 2.3*), такой курс *ФКЦБ России* способствовал бы приходу новых денег на рынок и оказал бы давление на эмитентов (диверсификация структуры акционерного капитала).

*Ориентиром макроэкономической политики ФКЦБ России* могло бы стать поэтапное, в *течение 5-7 лет*, повышение доли мелких внутренних инвесторов и связанных с ними институциональных инвесторов в акционерных капиталах *до 30-35%*. Это обеспечило бы рост объема и ликвидности рынка акций



в России. Поэтому важно, чтобы ФКЦБ России разработала *документированную политику*, направленную *на развитие операций розничных инвесторов, увеличение доли мелких инвесторов в акционерных капиталах* (подробнее см. ниже). Подобные политики, по свидетельству IOSCO, достаточно часто разрабатываются и проводятся на формирующихся рынках.<sup>424</sup>

#### **4.2.2. Защита инвесторов и создание справедливого, эффективного и прозрачного рынка**

Анализ распространенных в российской практике конфликтов интересов акционеров и нарушений их прав проведен в *пункте 2.3*. Развитие акционерного законодательства и – со стороны ФКЦБ России - регулятивной практики в 90-е годы опиралось на *концепцию*, состоящую в том, чтобы шаг за шагом, через развитие *корпоративного управления* (corporate governance) и защиты со стороны государства обеспечить акционерам (прежде всего, мелким) соблюдение их прав (англо-американская модель рынка). Государство преследовало *цель повышения акционерной культуры, создания систем преодоления конфликтов интересов в акционерных обществах, правовой защиты акционеров*, развития *культуры отношений с акционерами* (investor relations) среди российских менеджеров. Именно в этом – в создании правил, обеспечивающих защиту акционеров, и в контроле за их исполнением – в рамках указанной *концепции* виделось *самое важное средство восстановления фондового рынка* и прихода долгосрочных иностранных инвестиций.<sup>425</sup> Соответственно, действия ФКЦБ России в 1996 – 2001 гг., направленные на усиление защиты прав акционеров, были важным вкладом в развитие фондового рынка. Базовая регулятивная инфраструктура в этой области, соответствующая международной практике, в России сформирована. Ее дальнейшим развитием стало завершение в 2000 – 2001 гг. *Кодекса корпоративного поведения* для российских предприятий.

В результате этих усилий в деловой практике рынка утвердилась *позиция*, заключающаяся упрощенно в том, *что защита инвесторов - это защита, прежде всего, прав мелких акционеров. Это положение дискуссионно.*

<sup>424</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Measures to Disseminate Stock Property”, May 1999.

<sup>425</sup> Так, в документе «Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации», опубликованном ФКЦБ в 2000 г., указывается (п.1, С. 4), что «ключевым фактором, определяющим уровень рисков инвестиций в корпоративные ценные бумаги (и вместе с тем состояние инвестиционного климата в стране), остается проблема корпоративного управления на российских предприятиях».

Анализ показывает, что *в России*, как и в других странах, создавших “stakeholder capitalism” (капитализм «держателей контрольных пакетов») (см. *пункт 2.3*), *не может быть обеспечена защита прав акционеров в том объеме, в каком она существует в странах англо-американской модели* – “shareholder capitalism” (капитализм акционеров), по крайней мере до тех пор, пока очень значительная часть собственности в России находится в крупных или контрольных пакетах акций (анализ см. в *пунктах 2.3, 3.1*).

Глубина конфликтов интересов в акционерных капиталах показывает, что создание *Кодекса корпоративного поведения действительно важно*. И «Принципы корпоративного управления ОЭСР», изданные в апреле 1999 г.,<sup>426</sup> и «Основные принципы акционерного законодательства для стран с переходной экономикой»,<sup>427</sup> и инициативы Всемирного банка<sup>428</sup> и МВФ, и другие лучшие практики<sup>429</sup> необходимо использовать (по оценке, российское акционерное законодательство в существенной мере соответствует идеям, используемым в международных документах). Однако, как показано выше, *у этих нормативных усилий есть границы*. Значение Кодекса нельзя преувеличивать, как часто это делают. Его создание является только одним из *многих* равноправных *решений*, определяющих будущую способность российского фондового рынка привлекать долгосрочные инвестиции.

*Решение проблемы правоприменения*. В связи с множественностью конфликтов, значимостью и сложностью вопросов собственности должен быть создан *специализированный суд по защите прав собственников* (возможность специализированных федеральных судов предусмотрена в федеральном конституционном законе «О судебной системе РФ») или же *механизм разрешения споров* в рамках ФКЦБ России или саморегулируемые организации (через созданные Советы эмитентов). Накапливание судебных или арбитражных прецедентов.

---

<sup>426</sup> Неофициальный перевод на русский язык опубликован в материалах конференции «Корпоративное управление в России», организованной ОЭСР, Агентством США по международному развитию и Мировым банком (Москва, 31 мая – 2 июня 1999 г.).

<sup>427</sup> Подготовлены рабочей группой, созданной Организацией экономического сотрудничества и развития, опубликованы на русском и английском языках: The Journal of Corporation Law, Vol.24, Number 2, Winter 1999.

<sup>428</sup> Global Corporate Governance Forum, учрежденный Мировым банком и ОЭСР. См., в частности, отчет “Corporate Governance: A Framework for Implementation”, изданный в сентябре 1999 г.

<sup>429</sup> Principles for Corporate Governance in the Commonwealth, изданные Commonwealth Association for Corporate Governance в августе 1999 г.; Statement on Global Corporate Governance Principles, изданные International Corporate Governance Network в июле 1999 г.; Euroshareholders Corporate Governance Guidelines 2000, изданные European Shareholders Association в феврале 2000 г. и многие другие.

*Развитие защиты прав крупных акционеров.* Уже указывалось, что в 90-е годы *основной акцент государством делался на защите прав мелких акционеров* (англо-американская модель, «shareholder capitalism»). Но по структуре собственности *Россия ближе к германо-японской модели*, к оптовой, с крупными пакетами акций структуре капиталов. Это означает, что, *продолжая* делать акцент на защиту розничных акционеров, *государство должно сформировать еще один приоритет в своей политике - защиту прав крупных акционеров*, а именно: *а)* защиту оптовых миноритарных акционеров (имеющих доли капитала 2-15%) от неправомерных действий контролирующих акционеров и, наоборот, *б)* защиту контролирующих акционеров в борьбе с действиями миноритарных акционеров. В отношении *крупных инвесторов* необходимы:

*-создание* регулятивных норм и надзорного опыта, предупреждающих:

а) манипулятивную и инсайдерскую практику (российский рынок ценных бумаг насыщен манипулятивными и инсайдерскими сделками, препятствующими справедливому ценообразованию), при том, что эта область является одной из наиболее слабо и плохо регулируемых;

б) установление ведущими акционерами контроля за денежными потоками предприятия для искусственного ухудшения его финансового положения и снижения рыночной стоимости в ущерб акционерам меньшинства;

в) неправомерное изменение ведущими акционерами структуры контроля над компанией, в нарушение антимонопольного законодательства, правил контроля крупных сделок и сделок с заинтересованностью;

г) искусственные банкротства, разрушающие жизнеспособные предприятия и структуру контроля за ними в ущерб правам акционеров;

д) неправомерные и преднамеренные действия акционеров меньшинства, дезорганизирующие деятельность компании (в целях захвата контроля или спекулятивной перепродажи пакетов акций);

*-создание* организованных рынков крупных блоков акций, на которых могла бы выявляться настоящая рыночная стоимость компании (обязательное проведение крупных сделок блоками через организованные рынки, создание и урегулирование рынка тендерных предложений);

*-урегулирование* порядка массовой скупки акций у мелких инвесторов (обычно у работников предприятия) как средства враждебного поглощения (например, запрет проводить массовую скупку по ценам ниже, чем стоимость акций, установленная независимым оценщиком, запрет на манипулирование рыночными ценами при скупке, в том числе через информационные действия).

**Защита инвесторов: новые акценты.** Защита прав акционеров, к которой в российской практике обычно сводится защита инвесторов, составляет только часть – может быть, 40-50%, - комплекса проблем по защите прав инвесторов на фондовом рынке. Поэтому в России *должно быть изменено содержание концепции защиты инвесторов.* В нее необходимо *дополнительно* включить не только *защиту мажоритарных акционеров* (см. выше), но и в связи с долговым характером фондового рынка в России (см. *пункты 2.1.3, 2.1.4, 3.1*) *защиту прав держателей облигаций* и других долговых ценных бумаг. Концепция, реализуя интересы *всех групп инвесторов*, должна включать также такие *элементы*, как *обеспечение честного ведения бизнеса* на фондовом рынке, *предупреждение нечестных торговых и клиентских практик* и, в более узком смысле, *борьбу с манипулированием и инсайдерством.* Такой подход к защите инвесторов является традицией в международной практике.

**Предупреждение манипулирования как часть защиты инвесторов.** Виды манипулирования, которые, по оценке, распространены в России, рассмотрены выше (*пункт 2.3*). В рамках развития защиты инвесторов и в связи с манипулированием предстоит:

*-специфицировать виды манипулирования*, используя разработки *Национальной фондовой ассоциации* (Россия), опыт США и практику его адаптации к континентальной модели универсального банковского дела;

*-ввести* новую для российского рынка *концепцию «разрешенного манипулирования»* и определить его виды, как это сделано в США в отношении стабилизации вторичного рынка андеррайтером при размещении ценных бумаг на первичном рынке по фиксированным ценам;

*-изменить практику правоприменения*, когда большая часть профессионального сообщества считает, что рынок манипулирован, но при этом ни одного случая манипулирования не выявлено регуляторами за всё время существования рынка. Соответственно, необходимо - и возможно – заключение в

рамках СРО *соглашения между ведущими брокерами – дилерами и банками – профессиональными участниками рынка ценных бумаг* об упрощенных (в сравнении с действующим законодательством) процедурах расследования нечестных торговых и клиентских практик, включая манипулирование и инсайдерство (использование служебной информации).

*Другие нарушения прав инвесторов.* Проблемой рынка ценных бумаг является защита инвесторов не только от манипулирования и торговли с использованием служебной информации, но и от *искажения цен брокерами, от нечестной практики продаж клиентам финансовых продуктов, от неполного раскрытия информации финансовыми посредниками, от прочих спекулятивных стратегий, нарушающих честность ведения бизнеса* (создание финансовых пирамид (pyramiding), операции типа “удержаний” (withholding)<sup>430</sup>, «забегания вперед» (front running)<sup>431</sup> и др.). Различные виды нарушений прав инвесторов, связанные с нечестными торговыми и клиентскими практиками, рассмотрены в *приложении 14*.

В этой связи существует потребность в создании не только Кодекса корпоративного управления, обращенного к эмитентам, но и *Кодекса честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг*, с детальной структурой и хорошо разработанными правилами, который не был бы столь кратким, как международные документы в этой области,<sup>432</sup> и который детально обобщал бы практику, накопленную регуляторами и СРО в США и других индустриальных странах. Ряд норм уже содержится в актах ФКЦБ России и российских СРО, но их необходимо свести в едином руководящем материале и детализировать. Возможная структура документа приведена в *приложении 14*.

Без изменения концепции защиты инвесторов, принятой на внутреннем рынке, без свода правил, объясняющих рынку, какими действиями обеспечиваются честные клиентские и торговые практики, без реальных случаев наказания за нарушения прав инвесторов вряд ли возникнет *доверие*

---

<sup>430</sup> «Удержание» (withholding) – запрещенная торговая практика, когда член эмиссионного синдиката задерживает в своем портфеле ценную бумагу для того, чтобы продать ее по более высокой цене, чем цена первичного размещения.

<sup>431</sup> «Забегание вперед» (front running)- операции за собственный счет брокерской компании и ее служащих с ценными бумагами, в отношении которых известна служебная (инсайдерская) информация о надвигающейся сделке с крупным блоком данных ценных бумаг или производных на них, если указанная сделка будет иметь материальное значение, т.е. ее совершение может существенным образом повлиять на курс данных ценных бумаг.

<sup>432</sup> 77/534/ЕЕС: Commission Recommendation of 25 July 1977 Concerning a European Code of Conduct Relating to Transactions in Transferable Securities, International Conduct of Business Principles, issued by the International Organization of

*инвесторов* к внутреннему фондовому рынку, необходимое для роста его объема и превращения в механизм привлечения инвестиций в экономику.

#### **4.2.3. Расширение предложения ценных бумаг**

*Содействие со стороны государства созданию в России объемного рынка корпоративных долговых ценных бумаг.* Долговой характер экономики России (см. анализ в *пункте 2.2.1 и 3.1*) предопределяет, что одной из важнейших задач ФКЦБ России должно быть *содействие развитию рынка корпоративных облигаций* (прежде всего, под инвестиционные проекты), *еврооблигаций компаний, ипотечных облигаций, коммерческих бумаг и складских свидетельств, еврокоммерческих бумаг.* Эти инструменты позволили бы перевести часть задолженности компаний в ликвидную, регулируемую и с меньшими рисками форму. Должна существовать *программа* снижения налоговой и регулятивной нагрузки на выпуск долговых ценных бумаг, обеспечивающая им конкурентоспособность в сравнении с банковскими продуктами (последние более привлекательны для эмитентов и розничных инвесторов). Современный рынок корпоративных облигаций должен быть трансформирован в рынок облигаций под конкретные инвестиционные проекты, под залог конкретных активов или под обеспечение конкретными источниками погашения.

В России *фактически отсутствует организованный денежный рынок краткосрочных корпоративных долгов.* Рынок облигаций с искусственно короткими сроками обращения на основе публичной оферты, созданный на ММВБ, пока невелик. С начала 2000 г. развивается концепция *краткосрочных корпоративных облигаций* с облегченными и ускоренными процедурами регистрации выпусков. Этот инструмент будет носить несколько искусственный характер, т.к. в международной практике облигации являются, как правило, средне- и долгосрочными долговыми обязательствами.

Поэтому на *денежном рынке* усилия ФКЦБ России могут быть направлены на *снижение доли и рисков вексельного финансирования хозяйства* (вексельный рынок информационно непрозрачен и, соответственно, крайне рискован), *на замещение векселей коммерческими бумагами*, обращающимися

на организованном рынке, с раскрытием информации о них через Ассоциацию участников вексельного рынка или биржи. На рынке *долгосрочного капитала* ФКЦБ России может содействовать *развитию корпоративных облигаций и других долговых ценных бумаг*, дающих возможность финансировать инвестиции и не имеющих в настоящее время рынка в России. К ним относятся *государственные инвестиционные облигации* (см. пункт 4.2.1), *облигации государственных ведомств и агентств под конкретные инвестиционные проекты* (например, обязательства квазигосударственных институтов, учрежденных для финансирования ипотеки), *облигации городов под инвестиции* в аграрный сектор, пищевую промышленность и социальную инфраструктуру. Как уже указывалось (см. пункт 4.2.1), облигации квазигосударственных институтов широко распространены в международной практике. Выпускались они и в России. В 1929 – 1930 гг. облигации квазигосударственных институтов (всесоюзных объединений) («велосипедные обязательства», «автомобильные обязательства», «фотообязательства» и т.п.) использовались для финансирования отраслевых проектов». <sup>433</sup>

Рынок корпоративных долговых инструментов должен иметь *сопоставимые размеры* с рынком государственных и муниципальных облигаций (см. табл. 4.2). Доля государственных ценных бумаг в мире во второй половине 90-х годов снижалась (см. табл. 4.2), составляя примерно 60% непогашенной стоимости долговых ценных бумаг, остальные 40% приходились на долговые ценности нефинансового сектора (облигации, ноты и коммерческие бумаги).

Таблица 4.2\*

**Соотношение рынков долговых обязательств публичного и частного секторов экономики**

Показатели, на конец года	1995	1998	1999	2000
Всего непогашенная стоимость долговых ценных бумаг на внутренних рынках, %, в том числе	100.0	100.0	100.0	100.0
Государственные и другие долговые ценные бумаги публичного сектора	63.0	61.4	61.5	60.4
Долговые ценные бумаги частного сектора, из них	37.0	38.6	38.5	39.6
-финансовые институты	н/д	26.6	25.8	26.1
-корпоративные заемщики (нефинансовые компании)	н/д	12.0	12.7	13.5

\*Расчитано по более чем 60 странам. Источник: BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments (1998-2001), табл. 16А.

**Формирование рынка коммерческих бумаг.** С 1999 г. в России развивается проект создания *нового сегмента* финансового рынка -

<sup>433</sup> Экономическая жизнь СССР. Хроника событий и фактов 1917- 1965. Книга первая. - М.: Советская энциклопедия, 1967. - С. 231.



*коммерческих бумаг* (по инициативе автора совместно с Ассоциацией участников вексельного рынка). В *международной практике* коммерческие бумаги – это простые векселя или подобные им долговые инструменты с очень крупными номиналами, выдаваемые оптовыми сериями на срок 3, 6 и 9 месяцев в рамках 1-3-летних программ выпуска коммерческих бумаг. Традиционно эти финансовые инструменты выпускаются как дисконтные предьявительские бумаги. Используются крупными компаниями для оптового привлечения заемных, более дешевых денежных ресурсов, в том числе напрямую, минуя финансовых посредников, у институциональных инвесторов. Коммерческие бумаги всё в большей мере - в качестве ликвидного долгового обязательства - замещают, секьюритизируют банковский кредит. Регистрация и раскрытие информации по коммерческим бумагам осуществляются в облегченном режиме. Они размещаются и торгуются, в основном, во внебиржевом обороте, формируя крупнейшие оптовые рынки. Есть примеры биржевого листинга коммерческих бумаг (Германия), торговли ими на организованных рынках (Индия, Испания, Венесуэла). Депозитарные и расчетные функции по коммерческим бумагам осуществляются теми же организациями, что и на рынке акций и облигаций. Они поддаются имобилизации и дематериализации. Имеют международный кредитный рейтинг. Масштабным рынком являются *еврокоммерческие бумаги*. По данным Банка международных расчетов в 2000 г. объем коммерческих бумаг, находящихся в обращении, составлял 1.68 трлн. долл. (см. *табл. 4.3*).

*Рынок коммерческих бумаг является наиболее быстро растущим в мире сегментом рынка долговых инструментов.* С 1993 по 2000 гг. объем коммерческих бумаг в обращении, находящихся на международных и внутренних рынках, вырос в 2.7 раза, при том, что объем рынка всех долговых ценных бумаг увеличился в 1.48 раза, а рост рынка облигаций составил 1.42 раза.

*Таблица 4.3\**

*Динамика развития рынков коммерческих бумаг*

Показатели на конец года	1993	1996	2000
Коммерческие бумаги, обращающиеся на внутренних рынках - всего, млрд.долл.	761.0	1032.7	2069.9
Всего непогашенная стоимость долговых ценных бумаг на внутренних рынках, %, в том числе	100.0	100.0	100.0
Коммерческие бумаги, %	3.80	4.00	6.96
Казначейские обязательства государства, %	8.56	7.60	6.35
Прочие инструменты денежного рынка, %	5.01	6.30	6.71
Среднесрочные ноты, %	2.21	2.58	2.95
Облигации, %	80.42	79.52	77.03

\*На конец года (более 60 стран). Рассчитано по: BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Market Developments (1996- 2001).

Соответственно, быстро увеличивается *доля коммерческих бумаг* на рынке долговых инструментов. Коммерческие бумаги в 1993 г. составляли 3.8% непогашенной стоимости долговых ценных бумаг, к 2000 г. их доля выросла до 6.96%. (см. *табл. 4.3*). Если в 1993 г. сегмент коммерческих бумаг не превышал 44% рынка казначейских векселей государства, то к концу 2000 г. он был равен примерно 110% рыночной стоимости казначейских векселей (t-bills). Относительные размеры рынка коммерческих бумаг в сравнении с сегментом облигаций выросли с 3.8% в 1993 г. до 7.0% в 2000 г. (см. *табл. 4.3*).

Юридический и экономический анализ показывает, что *коммерческие бумаги* (оптовые дисконтные векселя, выпускаемые сериями для привлечения денежных ресурсов и погашаемые деньгами) *могут быть использованы и в России*. Формирование рынка коммерческих бумаг соответствовало бы экономическим интересам как инвесторов, так и предприятий, стремящихся привлечь средства на более дешевой, ликвидной и менее рискованной основе, чем иные финансовые инструменты.

*Во-первых*, эта 3-, 6- и 9-месячная ценная бумага очень похожа на ГКО, на который уже настроены биржевые технологии. *Во-вторых*, коммерческие бумаги, это, по сути, секьюритизированные банковские ссуды, у которых есть ликвидный рынок. *В-третьих*, коммерческие бумаги понятны и привычны иностранным инвесторам. *В-четвертых*, создание рынка коммерческих бумаг стало бы шагом к вытеснению из хозяйственного оборота вексельных суррогатов денег, что в интересах регулятивных органов. Предварительный проект организации оптового рынка коммерческих бумаг (в электронной форме, с обездвиживанием векселей в депозитарии) существует с 1999 г. на *Московской межбанковской валютной бирже*. Интерес к депозитарному обслуживанию рынка был проявлен *Национальным депозитарным центром* и *ДКК*. *Ряд вексельных операторов* считает, что может быть создан внебиржевой рынок коммерческих бумаг с централизованным депозитарием. Выпуск коммерческих бумаг поддерживает *Ассоциация участников вексельного рынка*, которая берется за раскрытие информации на этом рынке. Объявила о создании сегмента коммерческих бумаг *Санкт-Петербургская валютная биржа* (1999).

Анализ *макроэкономических последствий* создания рынка коммерческих бумаг в России приводит к *следующему*. В 90-е годы в хозяйстве были утрачены оборотные средства. Дороговизна банковских ссуд, трудность

доступа к ним привели к тому, что в России доля финансирования хозяйства через кредиты банков стала одной из самых низких в мире (меньше 10% оборотных активов). Предприятия финансируются за счет взаимных долгов. Подобная структура финансирования присуща кризисной экономике, с разрушенным финансовым рынком. Она замедляет оборачиваемость средств, вызывает огромные убытки от неплатежей и сокращения производства.

Коммерческие бумаги создают механизм для частичного замещения сложившейся системы финансирования оборотных средств (через взаимные неплатежи, риски и потери) на обращаемые, принятые в международной практике инструменты, которые способны привлекать инвесторов, в том числе иностранных, быть ликвидными, доходными, обращаться на организованном рынке и нести меньшие риски. Предприятиям будет обеспечен более легкий, дешевый и с меньшими регулятивными издержками доступ к финансированию. Множественность инвесторов - вместо концентрации долгов в руках немногих кредиторов - создаст более устойчивую финансовую базу предприятий. Биржевой рынок расширит спрос на векселя, сделает их доступными для тех инвесторов, которые сейчас не входят в узкий круг участников вексельного оборота.

Будут *снижены издержки и риски обращения валового продукта*. Не менее 50% расчетов в хозяйстве происходили в 90-е годы с помощью бартера и векселей - денежных суррогатов. Предприятия несли огромные издержки из-за замедления скорости расчетов, искажения рыночных цен, перемещения части оборотов в теневую экономику, фальсификации документов и векселей. Коммерческие бумаги дают возможность пополнить деньгами оборотные средства крупнейших и наиболее надежных российских компаний, обладающих экспортной выручкой, увеличить денежную составляющую в их расчетах.

Расширится *состав инвесторов, передающих долговые средства хозяйству*. Создастся *единый ряд финансовых продуктов предприятий*: коммерческие бумаги – облигации - простые и привилегированные акции. Кроме того, создание рынка коммерческих бумаг будет способствовать *переключению фондового рынка на обслуживание реального сектора*. В 90-е годы был создан рынок ценных бумаг, нацеленный преимущественно на спекулятивную составляющую, на покрытие нужд государства. Коммерческие бумаги - в числе других мер - дают возможность изменить направленность денежных потоков на

финансовом рынке, передать средства инвесторов на вложение в оборотные средства, на обслуживание экономического роста. Будут *снижены е риски в банковской системе и создани механизм переучета векселей*. Коммерческие бумаги «секьюритизируют» банковские ссуды крупнейшим компаниям, придают им ликвидность, превращают в обращающиеся финансовые инструменты, обеспечивают справедливое ценообразование на них. Поэтому будут снижены риски кредитных портфелей банков, повышена их финансовая устойчивость. Коммерческие бумаги дают возможность Банку России апробировать механизм переучета векселей, рефинансирования банков для кредитования реального сектора. При этом раскрытие информации по векселям (коммерческим бумагам), стандартность, обездвиживание векселей в биржевой системе, открытость и ликвидность рынка формируют предпосылки для эффективного и безопасного механизма переучета векселей.

**Вывод российских акций на иностранные рынки.** Как уже указывалось (см. *пункт 1.3*), одной из ключевых проблем российского рынка ценных бумаг является перемещение торговой активности по акциям (в форме депозитарных расписок) на фондовые рынки индустриальных стран. На фондовые рынки Германии (Франкфурт, Берлин), Великобритании (Лондон), США выходят крупные российские экспортеры, акции которых могли бы привлекать иностранных инвесторов для работы на внутреннем рынке России. В то же время на *рынках компаний с малой капитализацией* (small caps, США) или *молодых компаний роста* (сеть EuroNM, охватывающая сегменты «новый рынок» на Лондонской, Франкфуртской, Парижской, Итальянской, Амстердамской и Брюссельской фондовых биржах) *российских эмитентов нет*, хотя эти рынки специализируются на привлечении денежных ресурсов высокотехнологичными, быстро растущими компаниями. *Листинговые критерии* к акциям на Neuer Markt (Франкфуртская биржа) и NASDAQ Europe следующие (см. *табл. 4.4*).

*Таблица 4.4\**

**Характеристика листинговых критериев, предъявляемых к акциям молодых растущих компаний**

Критерии листинга (сентябрь 2001)	Neuer Markt (Франкфуртская биржа)	NASDAQ Europe
Минимальные финансовые и операционные требования к эмитенту	Компания – эмитент должна существовать не менее 3 лет ( и не менее 1 раза опубликовать свой финансовый отчет). Количество акций должно составлять не менее 100 тысяч с общей номинальной стоимостью не менее 250 тысяч евро. Оценочная рыночная стоимость акций	<b>Первый вариант:</b> капитал и резервы должны составлять не менее 10 млн. евро, прибыль до налогообложения – не менее 1 млн. евро в последнем финансовом году или в течение двух из трех последних лет. <b>Второй вариант:</b> капитал и резервы должны

	должна составлять не менее 5 млн. евро	составлять не менее 20 млн. евро, компания должна иметь не менее чем 2-летнюю операционную историю
Информация	Надлежащее раскрытие информации, в том числе обязательно на английском языке (проспекты эмиссии, ежеквартальная отчетность). По меньшей мере раз в год эмитент должен устраивать презентацию для аналитиков	Надлежащее раскрытие информации (проспекты эмиссии, ежеквартальная отчетность). Учет должен соответствовать International Accounting Standards или US GAAP
Размещение и доля акционерного капитала, способного свободно обращаться (Free Float)	Не менее 25% акций должно быть публично распределены как на территории ЕС, так и (допускается) на территории стран, не входящих в Европейский Союз	Не менее 20% акций. Указанные акции не должны находиться в собственности менеджеров и не должны быть закреплены в пакетах акций, составляющих 10 и более процентов акционерного капитала по каждому классу акций
Минимальное количество акционеров	Не менее 25% акций должно быть публично распределено	100
Статус и режим обращения акций, ограничения на продажу акций менеджментом, предупреждающие сброс акций и выход менеджеров из бизнеса	К листингу принимаются обыкновенные акции, на обращение которых не должно накладываться никаких ограничений. В течение шести месяцев эмитент должен воздерживаться от дополнительных эмиссий	На обращение акций компании не должно быть наложено никаких ограничений. При этом менеджмент компании принимает на себя обязательство не проводить операции с акциями в течение шести месяцев после листинга
Сопровождение ввода акций на рынок	Ввод на рынок должен осуществляться минимум 2 участниками рынка – маркет-мейкерами	Ввод на рынок должен осуществляться минимум 2 участниками рынка – маркет-мейкерами

\*Rule Book of NASDAQ Europe (содержатся на сайте NASDAQ в Интернете [www.nasdaqeurope.com](http://www.nasdaqeurope.com)), Rules and Regulations Neuer Markt (FWB09e, May 21, 2001) (содержатся на сайте в Интернете Франкфуртской фондовой биржи [www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com)).

**Компании с объемом активов 5-10 млн. евро, имеющие операционную историю 3 – 5 лет, реально существуют в российской практике**, испытывают значительную потребность в средствах для развития (в том числе в области высоких технологий). К таким **компаниям** относятся: торговые предприятия, стремящиеся инвестировать в производство товаров, на рынке которых они специализируются; молодые компании информационного бизнеса; высокотехнологичные предприятия, созданные на базе институтов Российской академии наук, нуждающиеся в небольших инвестициях под инновационные проекты; сравнительно небольшие и рентабельные предприятия пищевой промышленности; брокерские компании, стремящиеся увеличить свою долю на рынке, и т.п.

**Основные проблемы** таких компаний, как уже указывалось (см. пункт 2.3), – непрозрачность и разделенность бизнеса, высокая доля оффшорных операций. Эти проблемы обусловлены рисками российской экономики 90-х годов, политикой государства, не ориентированной на экономический рост. Соответственно, эти компании не способны привлекать средства на фондовом рынке.

Необходима **политика по созданию стимулов для экспансии акций российских компаний роста на иностранные фондовые рынки, пилотные проекты** в этой области с тем, чтобы в определенной мере **заместить** спекулятивную игру с акциями и депозитарными расписками крупных российских предприятий на получение иностранных капиталов в отечественные венчурные компании («замена на менее качественный товар»). Важно осуществлять расширенный допуск в ближайшие годы к прямому обращению за рубежом акций российских молодых компаний роста, высокотехнологичных компаний или

компаний малой капитализации, акции которых способны обращаться на специализированных рынках за рубежом, созданных для этих классов эмитентов.

**Снижение степени концентрации рынка на нескольких акциях.** Как уже указывалось (см. пункт 2.3), на организованном рынке обращается **230-250 акций** крупнейших российских компаний, однако, большая часть сделок устойчиво осуществляется с акциями нескольких эмитентов. Сделки с **5 акциями** составляют **более 90% оборотов** рынка, сделки с **акциями только одной компании** - РАО ЕЭС – **65-70%**. Международная статистика концентрации рынков вокруг 10 крупнейших компаний дает следующие результаты (см. табл. 4.5).

Таблица 4.5\*

**Уровень концентрации на развитых и формирующихся рынках ценных бумаг**

Доля 10 крупнейших национальных компаний в оборотах по сделкам с акциями, %							
≤ 20%	Греция	США (AMEX)	США (NYSE)				
	2.9	4.3	15.1				
> 20 - 40%	Сингапур	Таиланд	Малайзия	Япония (Токио)	Германия	Тайвань	Корея
	18.1	20.6	20.8	25.4	31.0	32.5	37.7
> 40 - 60%	Норвегия	Канада (Торонто)	Турция	Израиль	Гонконг	Италия	Перу
	40.3	42.2	43.6	44.3	45.6	46.9	47.3
	Австралия	Великобритания	Шри-Ланка	Филиппины	Индонезия	Франция	Бразилия
	47.8	48.7	49.0	49.5	52.1	53.7	55.1
	Словения						
	55.3						
> 60 - 80%	Швейцария	Дания	Аргентина	Австрия	Мексика	Чили	Нидерланды
	67.0	67.6	68.6	68.7	68.8	68.8	69.3
	Швеция	Ирландия	Н. Зеландия				
	73.4	79.0	49.4				
> 80 - 90%	Португалия	Испания	Польша				
	80.8	81.0	81.2				
> 90%	Люксембург	Финляндия					
	91.9	92.1					

\*Составлено по данным FIBV (FIBV Annual Report 2000).

Соответственно, **на 37.5% (15 из 40) представленных рынков доля акций 10 крупнейших национальных компаний составляет 40-60% оборотов сделок по акциям**, еще на 25% рынков этот показатель колеблется в пределах 60-80% совершенных сделок (см. табл. 4.5). Рынки с доминированием очень узкой группы акций (более 90% рынка) составляют исключение – Люксембург (низкая ликвидность) и Финляндия (особая роль акций компании Nokia).

Этот анализ в еще большей степени подчеркивает сверхконцентрацию рынка на узкой группе из 5 акций, что является одной из ключевых диспропорций фондового рынка России. Вместе с **концентрированностью** операторов рынка и объема сделок в Москве, будучи дополненной **олигополией** на фондовом рынке (анализ см. в пункте 2.3), **сверхконцентрация** рынка вокруг не-

*скольких акций* создает базу для масштабного манипулирования ценами, широкого использования инсайдерской информации, ослабления доверия инвесторов. Подрывается способность рынка привлекать капиталы не только для узкого круга компаний, но и для хозяйства в целом, включая не только особо крупные предприятия и монополии, но и средний бизнес, молодые компании роста. Важнейшей *задачей финансового регулятора* (ФКЦБ России) является расширение хотя бы до 15-20 круга акций, сделки с которыми создают 85-90% рынка (или же снижение уровня концентрации рынка хотя бы до 75 - 80%).

### **4.3. Институциональные аспекты долгосрочной политики государства на фондовом рынке**

#### **4.3.1. Реструктурирование отрасли ценных бумаг и изменение операционной структуры**

##### ***Брокеры-дилеры и банки***

***Равноправие профессиональных участников рынка ценных бумаг.*** Исследование, проведенное в *пунктах 2.1.3, 2.1.4 и 3.2*, показывает ***непродуктивность идей*** и предложений, направленных на ***разделение*** в России коммерческого и инвестиционного банковского дела. Как показывает опыт континентальной Европы и конвергенции «американской» и «германской» моделей (см. *пункт 3.2*), не существует конфликтов интересов и рисков универсальных банков на фондовом рынке, которые не могли бы быть урегулированы в рамках внутренних правил и лимитов, устанавливаемых для кредитных организаций центральным банком или – во взаимодействии с ним – иными регуляторами фондового рынка. Необходимо ***сочетание универсальных и специализированных институтов*** на рынке ценных бумаг (во всем мире создание универсальных финансовых конгломератов, перекрестное предложение финансовых услуг сочетается с созданием финансовых компаний, получающих выгоду от узкой специализации).

Важно, чтобы профессиональное сообщество восприняло ***отказ от идеи создания инвестиционных банков как особенного финансового института*** (эту идею, например, декларировали в НАУФОР (см. *пункт 3.2*), отличающегося от коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний. Как



уже указывалось (см. *пункт 4.1*), в этой идее происходит подмена понятий, инвестиционный банк- это брокерско-дилерская фирма, которая выполняет полный круг операций на рынке ценных бумаг. Создание инвестиционных банков в России связано не с особым законодательством и специальным правовым статусом этих институтов, а с реструктуризацией уже существующих брокерско-дилерских компаний.

Важно *ввести* на финансовый рынок *концепцию финансовых конгломератов*, включающих в себя в качестве единого бизнеса различные институты, действующие в различных сегментах финансового рынка. *Проводить* политику поощрения их создания, консолидации мелких финансовых компаний. Первая в России сделка по слиянию брокеров – дилеров («Открытие» и «ВЭО-Инвест») состоялась лишь в сентябре 2001 г. *Формировать* систему регулирования рисков конгломератов, обеспечивающую появление новых (помимо Сберегательного банка) финансовых институтов, способных осуществлять проектное финансирование в размере десятков, а в дальнейшем - сотен миллионов долларов на сделку (в настоящее время для большинства российских предприятий суммы в 10-15 млн. долл. получить на фондовом рынке очень сложно).

Необходим *отказ* от попыток и предложений<sup>434</sup> ввести исключительно функциональное регулирование рынка ценных бумаг, обеспечивая *сочетание институционального и функционального регулирования*, как это происходит повсеместно в международной практике. Соответственно, одной из задач финансового регулятора на рынке ценных бумаг является обеспечение всё в большей мере *смешанного характера рынков*, постепенное *прекращение разделения* торговых площадок, СРО, депозитарных организаций и т.д. на *банковские* и *небанковские*, поэтапное их *слияние* и укрупнение, создание в результате *единой инфраструктуры* рынка ценных бумаг (не разделенной по банковскому и небанковскому признакам). Как уже указывалось в *пункте 3.2*, в структуре НАУФОР и РТС в значительной степени сохранился отпечаток «небанковского» происхождения. 72% московских и 90% региональных членов НАУФОР были брокерско-дилерскими компаниями (расчитано по данным НАУФОР, декабрь 1998 г.), 63.3% членов РТС в июне 2001 г. были брокерами – дилерами (данные РТС). И, наоборот, преобладающая часть членов фондовой секции Московской межбанковской валютной биржи - банки (63.7% в июне 2001 г.). Доля банков на рынке акций составляет примерно 30 -35% (2000- 2001 гг.).

*Восстановление численности профессиональных участников рынка ценных бумаг.* Как уже указывалось (см. *пункт 2.3, табл. 2.44*) к ноябрю 1999 г. в *регионах прекратили существовать* 40- 50% профессиональных участников, в *Москве* и *Санкт- Петербурге*- 30-35%; около 80-90% лицензий прекратили действовать (оценка по данным ФКЦБ России). В большей мере оказались разрушенными региональные рынки. Число участников, заключивших сделки в РТС, сократилось в 4 раза в 1999 г. (РТС, октябрь 1999 г./январь 1998 г.).

В 2000 – 2001 гг. процесс сокращения численности участников рынка продолжился (к концу 2001 г. на рынке осталось менее 700 брокеров вместо более чем 1600 в июне 1999 г.) (см. выше *пункт 2.3, табл. 2.44*). Из более 450 брокеров, совершивших сделки с акциями в Российской торговой системе в 1997 г., на рынке РТС в первом квартале 2001 г. осталось только 86 брокеров, которые работали на рынке еще в 1997 г. (см. *приложение 9*). За три года количество брокеров, совершивших сделки в РТС, сократилось с 450 до 133 в первом квартале 2001 г., т.е. более чем на 70%, при этом состав брокеров, которые работали на рынке, обновился на треть (86 «старых» и 47 «новых» брокеров из 133 компаний, совершивших сделки в РТС в первом квартале 2001 г.).

В этой связи *важнейшей задачей государства*, прежде всего, финансового регулятора, действующего от его имени, является *восстановление числа профессиональных участников рынка ценных бумаг до 60-70% предкризисного уровня*. Во многом эта задача лежит на *региональных отделениях ФКЦБ России*, так как *во многих крупных городах нет ни одной брокерской компании* (только банки и их отделения в этих городах могут предоставлять инвесторам профессиональные услуги на рынке ценных бумаг). *Восстановление региональной сети* должно происходить на основе учреждения *отделений крупных брокерских компаний из других регионов* (большой частью – из Москвы и Санкт-Петербурга), либо на основе создания (с участием администраций) *крупных региональных брокеров*, «представляющих» территорию на национальном рынке, занимающихся выводом на рынок бумаг региональных предприятий.

В этой связи финансовым регулятором (ФКЦБ России и Банком России) должна быть одновременно решена *задача по снижению степени концентрации в Москве* финансовых посредников хотя бы до 35% их числа в России. Эта

---

<sup>434</sup> Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России, НАУФОР, 2000, Март.

доля является излишне высокой (см. выше *пункт 2.3, табл. 2.45 – 2.46*), достигнув в 1999 г. 40-45% общероссийской численности. ФКЦБ России и ее региональные отделения должны “заниматься” *организацией региональной брокерской сети*, отчитываться за ее прирост в ближайшие годы, хотя трудно себе представить, чтобы финансовые регуляторы на развитых рынках ценных бумаг выполняли подобные задачи. Практика 1996 –1998 гг. показала, что сами региональные рынки не способны создать достаточно крупные институты, способные выжить в условиях высокой волатильности российского рынка. Мелкие брокерские фирмы с капиталами 100-200 тыс. долл. немедленно уходят рынка, ликвидируют лицензии и те немногие ресурсы, которые они вложили в свой бизнес, как только наступает рыночный риск.

### ***Укрупнение и реструктуризация брокерско - дилерских компаний и фондового бизнеса банков***

У универсальных банков и брокерских компаний очень слаба собственная финансовая база (см. выше *табл. 3.9*), высока доля проблемных активов (до 40-50%), они в массе своей убыточны, не обладают достаточной операционной способностью. По оценке, не менее *50% брокеров-дилеров* являются дочерними компаниями промышленных предприятий и банков, что увеличивает их риски. При этом их финансовое положение продолжает ухудшаться (см. выше *пункт 2.3, табл. 2.55*). Как указывалось выше, если до кризиса августа 1998 г. примерно 18% брокеров-дилеров были настолько малы, что собственный капитал, вложенный в ликвидные активы, не превышал 0.5 млн. долл., то в октябре 1999 г. доля таких участников фондового рынка составила 48.5%, в октябре 2000 г. – 49.6%, в марте 2001 г. – 45.3%. Слияние и реструктурирование брокерских компаний после кризиса августа 1998 г. не были проведены.

Хотя *российские банки* и обладают более крупными финансовыми средствами (см. *пункт 3.2, табл. 3.9*), будучи в 3-4 раза крупнее, чем брокерские компании, тем не менее и по международным стандартам, и с точки зрения потребности в финансовом посредничестве, которую испытывает российская экономика, нуждаясь в инвестициях для роста, эти банки являются мелкими финансовыми институтами, которые с трудом могут выполнить заявки хозяйства на корпоративное финансирование. Они пока не способны

поддерживать ликвидность масштабных рынков ценных бумаг, необходимых для финансирования инвестиций в реальный сектор. Свидетельство этому - **высокая волатильность** численности коммерческих банков (см. *табл. 2.44*). С 1995 по октябрь 2001 гг. количество кредитных организаций в России снизилось с 2295 до 1320, т.е. на 42.5%. Кредитные организации с уставным капиталом меньше 2 млн. долл. составляли в конце 2000 г. 77.7% их общей численности по России, в конце сентября 2001 г. – 71.9%.<sup>435</sup>

В итоге, **финансовые регуляторы**, работающие на фондовом рынке (прежде всего, ФКЦБ России), обязаны в ближайшие годы **решить проблему повышения** финансовой устойчивости отрасли ценных бумаг, **снижения** рисков, лежащих на операторах фондового рынка, **увеличения** их **операционной способности** и **способности** брать на себя **финансовые обязательства**, перераспределять денежные средства на инвестиции.

**Большинство** брокерских компаний в России обслуживает финансовые потребности своих нескольких учредителей или узкого круга оптовых клиентов. Очень **невелика группа** компаний, которые оказывают розничные брокерские услуги (интернет-трейдинг охватывает очень узкий сегмент рынка). Еще **уже круг** финансовых операторов, которые развиваются как полносервисные брокерские компании (full brokerage services), а в более широком плане – как инвестиционные банки. Соответственно, **задачей ФКЦБ России** является **рекапитализация** и **укрупнение брокерско - дилерских компаний**, поэтапное **снижение доли компаний, которые являются дочерними**, не обладают диверсифицированным собственным капиталом и в связи с этим несут повышенные финансовые риски, **стимулирование слияний** брокерско - дилерских компаний, **реструктуризация** брокерско - дилерских компаний, не выполняющих обязательства перед своими клиентами.

В качестве рабочей цели должна быть поставлена разработка **программы укрупнения** (слияний и присоединений) и **реструктуризации** брокерско - дилерских компаний. Она может предполагать:

**-создание** не менее **100- 150 компаний**, способных обслужить большое число клиентов и оказывать диверсифицированные услуги на фондовом рынке;

---

<sup>435</sup> Данные о распределении кредитных организаций по величине уставного капитала опубликованы Банком России в Интернете.

-**доведение** объема чистых активов, находящихся в распоряжении брокерско - дилерских компаний до суммы в рублях, эквивалентной 5-7 млрд. долл., поэтапное **увеличение** требований достаточности капитала, предъявляемым к брокерско – дилерским компаниям, до суммы, эквивалентной 1 млн. долл., **введение** обязательного резервирования части денежных средств, переданных клиентами на ведение операций с ценными бумагами;

-налоговое **поощрение** брокерско- дилерских компаний в развитии услуг по корпоративному финансированию, работе с отечественными, прежде всего, розничными инвесторами на рынках корпоративных ценных бумаг;

-**введение** требований по минимальному количеству клиентов, которых должны обслуживать брокерские компании, **снижение** доли компаний, которые являются дочерними, **организация** пруденциального надзора за финансовым состоянием профессиональных участников рынка ценных бумаг, с выделением проблемных компаний, публичное раскрытие информации о них, более жесткое регулирование финансовых рисков в брокерско - дилерских компаниях, **введение** системы классификации активов, с выделением проблемных активов и созданием под них резервных средств;

- **развитие** и более жесткое **государственное регулирование** систем управления рисками (в том числе забалансовыми), систем внутреннего контроля; **переход** к широкому использованию международных стандартов и концепций управления рисками (Basle Committee, IOSCO); осуществление внешнего **мониторинга** и **оценки рисков профессиональных участников рынка ценных бумаг**; разработка требований к **системам управления рисками и конфликтами интересов**, внедряемым операторами рынка;

- **международную помощь** (программы “twins” для российских брокеров-дилеров, в которых последние работали бы с закрепленными партнерами - западными инвестиционными банками (как это было сделано в середине 90-х в программах Всемирного банка для развития банковского сектора в России).

**Требования к системам управления рисками.** В 90-е годы **Банк России** внедрил в кредитных организациях **стандарты рисков**, основанные на концепциях Базельского комитета по банковскому надзору (что не спасло банки от

кризиса в 1998 г.).<sup>436</sup> До 2000 г. **ФКЦБ России** рисками практически не занималась, самыми крупными новациями были увеличение норм достаточности капитала брокеров – дилеров, установленных еще Минфином, и введение на фондовом рынке концепции внутреннего контроля.

**Основные виды рисков, признанные в международной практике:** а) кредитный риск; б) процентный риск; в) риск ликвидности; д) рыночный риск; е) операционный риск и др.<sup>437</sup> **ФКЦБ России** предложила в конце 2000 г. **иную классификацию рисков**. Если эта классификация будет применена в практике, станет невозможным применение стандартных систем управления рисками: а) риски, связанные с конфликтом интересов; б) риск утраты средств клиентом при аресте денежных средств брокера; в) риск потери средств клиента в результате банкротства кредитной организации, в которой открыты счета брокера; г) риски, связанные с использованием брокером денежных средств в своих интересах; д) риски, связанные с маржинальной торговлей; е) риски, связанные со срочными сделками; ж) риски низкой капитализации брокеров – дилеров; з) риски, связанные с низкой квалификацией руководства и специалистов профессиональных участников; 3) риски, возникающие при аннулировании лицензий брокеров – дилеров.<sup>438</sup>

**Основным требованием** к управлению рисками у брокеров - дилеров, которое должно быть предъявлено регулятором (ФКЦБ России), является **наличие всех компонентов системы управления рисками в их международной классификации**. Нормативная структура системы управления рисками, предлагаемая для введения в практику, приведена в **приложении 15**.

**Рост доли операций региональных участников на московском рынке ценных бумаг.** Политика ФКЦБ России и ее регулятивные усилия должны быть направлены на рост доли операций региональных участников на московском рынке ценных бумаг, что должно облегчить финансирование инвестиций в регионах через рынок ценных бумаг. Данные, рассмотренные в **пункте 2.3 (табл. 2.52)**, свидетельствуют о **сверхвысокой доле (93-98%)**, которую имеют москов-

---

<sup>436</sup> Источники международных практик в области рисков: Basle Committee on Banking Supervision, Bank for International Settlements (BIS), Committee on Payment and Settlement Systems (CIS), Euro-Currency Standing Committee (ECS), International Organization of Securities Commissions (IOSCO), Group 30, Derivatives Policy Group, Counterparty Risk Management Policy Group, Global Association of Risk Professionals, International Securities Market Association (ISMA). В 90-е годы концепции управления рисками, разработанные Базельским комитетом по банковскому надзору (BIS) и принятые им для коммерческих банков, были постепенно распространены на отрасль ценных бумаг и страховой рынок. Под важнейшими документами в этой области сейчас стоит подпись - наравне с Базельским комитетом – Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

<sup>437</sup> Risk Management and Control Guidance for the Securities Firms and Their Supervisors, IOSCO, 1998 и др. Подробный перечень источников см. в статье: Миркин Я.М. Управление рисками брокеров – дилеров // Рынок ценных бумаг, 2000. - № 23. – С. 35-40.

<sup>438</sup> Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – С. 1-2.



ские профессиональные операторы рынка ценных бумаг, в сделках на рынке акций. Подобная **сверхконцентрация** существует и на рынке государственных ценных бумаг, и на рынках неэмиссионных фондовых ценностей, сосредоточенных, в основном, в Москве. Кроме того, **сверхконцентрация** в Москве брокеров-дилеров и банков (см. **пункт 2.3**), институтов коллективных инвестиций, денежных ресурсов так же способствует сосредоточению операций на столичном фондовом рынке. Всё это оставляет российские регионы без развитой финансовой инфраструктуры, сужает возможности перераспределения денежных ресурсов на столичном рынке для направления их в регионы, способствует сохранению дефицита денежных ресурсов и инвестиций на местах.

Соответственно, одной **из задач регулятора фондового рынка** (ФКЦБ России) могло бы стать **снижение доли сделок, заключаемых московскими брокерами – дилерами**, хотя бы **до 75-80% объема рынка**. При этом, что соответствует международной практике объединения торговых систем, сохранится существующий уровень концентрации торговых оборотов в Москве.

**Снижение уровня олигополистичности рынка.** Как уже отмечалось выше (см. **пункт 2.3**), 10-20 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5-10% компаний, заключающих сделки на организованных рынках, формируют 60-80% торгового оборота по акциям. **Олигополия**, наряду с небольшими объемами рынка, когда даже небольшие суммы (1-10 млн. долл.) могут создавать значительные ценовые колебания на рынке, и огромными информационными асимметриями, неизбежно должна вести к манипулированности фондового рынка, к частому использованию запрещенных торговых практик, прежде всего, манипулятивных и инсайдерских сделок, к искусственно высокому уровню доходности (или завышенным потерям проигравших участников рынка). В этой связи важнейшей задачей финансового регулятора является **снижение уровня концентрации рынка на операциях небольшой группы его крупнейших участников**, расширение хотя бы до **90-100** компаний круга профессиональных участников рынка, которые формируют 60-80% его объема.

#### **4.3.2. Развитие рынков и организаторов торговли**

##### ***Количественные ориентиры***



**Биржевая сеть.** Как следует из анализа, проведенного в *пункте 2.3*, в *ближайшие годы* должны *серьезно измениться количество бирж и структура биржевой сети*. Исследование *международной практики* полностью подтверждает этот вывод (см. *приложение 16*).

**Во-первых**, биржевая сеть по-прежнему разделена на “банковскую” и “небанковскую” структуры как следствие конкуренции Банка России и ФКЦБ России в 90-е годы. Хотя фондовый рынок крайне ограничен в своих объемах, в *крупных городах дублируются фондовые биржи* (Москва, Петербург, Новосибирск, Екатеринбург). Даже для Москвы, в которой концентрируется более 90% оборотов по ценным бумагам, *три фондовых биржи* (ММВБ, РТС и МФБ) – это *много*. (В международной практике только в таких финансовых центрах, как Нью-Йорк, есть основа для существования двух фондовых бирж).

Соответственно, можно прогнозировать, что *фондовые биржи*, созданные в качестве *альтернативы системе валютно-фондовых бирж*, с высокой вероятностью *перестанут существовать* (именно так произошло в Саратове и во Владивостоке), *превратятся* в альтернативные торговые системы или будут *поглощены* более успешными московскими биржами, став техническими центрами доступа к ним. Следует ожидать *волны слияний* российских организаторов торговли ради выживания.

**Во-вторых**, во всем мире *региональные биржи* либо *приходят в упадок* (не выдерживая конкуренции с финансовой столицей страны) и *прекращают свое существование* (Великобритания, Италия, Франция, Австралия), либо *специализируются*, либо постепенно *объединяются* со столичными биржами в *централизованные биржевые системы*. Именно эта тенденция наблюдается в Германии и Японии. Высока вероятность создания *1-2 таких биржевых сетей* в России (одна из них на базе *ММВБ*, вторая, например, *РТС + МФБ + региональные биржи* или *Санкт-Петербург + региональные биржи*).

**В-третьих**, *международной тенденцией* (см. *табл. 4.6*) является *сокращение количества бирж*, создание *единых* электронных *национальных рынков* (*London Stock Exchange, Italian Stock Exchange, Bourse de Paris, Australian Stock Exchange* и т.д.). Еще в начале 90-х в *Италии* было 10 фондовых бирж, во *Франции* – семь. Сейчас в каждой стране осталась по одной национальной фондовой бирже. В сравнении с началом 90-х годов в *Бельгии* из

трех фондовых бирж осталось две, в *Швейцарии* из трех фондовых бирж осталась одна, в *Португалии и на Филиппинах* – из двух - одна.

Из рассмотренных в *табл. 4.6* 48 стран только в пяти странах в конце 90-х годов фондовых бирж в стране было более 5. Рынки *Бразилии* и *Индии*, как фрагментированные, разбитые на региональные анклавов, мало связанные друг с другом, - не пример. Сокращение региональных бирж и создание единых национальных бирж продолжалось и в 1999 – 2001 гг. В 1999 г. фондовые биржи в Альберте и Ванкувере (*Канада*) были слиты в Canadian Venture Exchange (специализация на акциях молодых компаний роста). Последняя, в свою очередь, в 2001 г. была поглощена Торонтской фондовой биржей. В *Бразилии* в 2000 г. началось слияние фондовых бирж в Сан-Паулу и Рио-де-Жанейро (97-98% рынка акций страны). В *Малайзии* фондовая биржа в Куалу-Лумпур была консолидирована с MESDAQ - вторым по значению рынком акций Малайзии (Malaysian Exchange of Securities Dealing & Automated Quotation).<sup>439</sup> В *Индии* крупнейшая в стране Бомбейская фондовая биржа создала в июле 2001 г. сеть дочерних компаний на базе 13 региональных бирж.<sup>440</sup> В *Испании* в 2001 г. началась интеграция столичной и региональных бирж (Мадрид, Барселона, Бильбао, Валенсия) в национальную фондовую биржу.<sup>441</sup>

*Таблица 4.6\**

*Зарубежные фондовые рынки: характеристика биржевой сети*

Количество фондовых бирж в стране	Страны
1	Австралия, Австрия, Венгрия, Гонконг, Греция, Дания, Израиль, Ирландия, Италия, Корея, Люксембург, Малайзия, Мексика, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Панама, Польша, Сингапур, Словакия, Таиланд, Турция, Финляндия, Филиппины, Франция, Чехия, Швеция, Швейцария, ЮАР
2	Бельгия, Венесуэла, Индонезия, Египет, Китай, Тайвань (включая OTS Securities Exchange)
3	Великобритания (в том числе LSE), Венесуэла, Колумбия, Пакистан, Чили
4	Испания
5	Аргентина, Канада
6	-
7	-
8	Германия, США (включая NASDAQ), Япония
9	Бразилия
10	-
Больше 10	Индия (22 биржи)

\*Расчитано по: ISSA Handbook 1998-1999; The LGT Guide to World Equity Markets 1997.

Соответственно, можно прогнозировать, что *количество фондовых*

<sup>439</sup> International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. – 2000.- № 84. – P. 1-2; 2000. - № 88. – P.2; 2001. - № 101. – P.P. 5-7, 11.

<sup>440</sup> Опубликовано на сайте Bombay Stock Exchange в Интернете [www.bseindia.com](http://www.bseindia.com).

<sup>441</sup> International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletter. – 2001.- № 102. – P.6.

*бирж* в России не будет превышать в ближайшее время *семи – восьми*, что соответствует международной практике (см. *табл. 4.6*). Но если емкость региональных рынков будет невелика, то, скорее всего, сложится *полицентричная система* из *3-4 фондовых бирж* - Москва с *двумя фондовыми биржами*, действующими в национальном масштабе, Санкт-Петербург, Екатеринбург (Урал) и / или Новосибирск (Сибирь).<sup>442</sup> В предельном случае – в России в течение 3-5 лет останется *две или даже одна фондовые биржи, являющиеся национальными электронными рынками*, которые будут включать в качестве технических пунктов доступа *бывшие региональные биржи*. Это не исключает появления группы альтернативных или специализированных торговых систем.

**Вставка**

В *Основных положениях* проекта договора о слиянии Лондонской фондовой биржи и Немецкой биржи (май 2000 г.), в частности, утверждалось, что биржи осуществляют свою деятельность в быстро изменяющемся операционном окружении, ключевыми элементами которого являются: *а)* дерегулирование и либерализация экономики на глобальной основе; *б)* демографическое давление, оказываемое на долгосрочные пенсионные обязательства; *в)* технологическое развитие коммуникаций и систем бизнеса; *г)* консолидация профессиональных участников рынка ценных бумаг, д) растущая конкуренция. С растущей однородностью и конкурентностью мировых рынков *не представляется возможным, чтобы все ныне существующие биржи остались жизнеспособными ... Биржи в Европе начали процесс консолидации.*

Предполагалось, что в результате слияния создается новая компания **iX – international exchanges plc.**, инкорпорированная в Великобритании, которая включает в себя весь бизнес Лондонской фондовой биржи и Немецкой биржи (за немногими исключениями), с разделением акционерного капитала 50 на 50%. *Ключевой элемент соглашения:* торговля на вторичном рынке будет происходить на базе единой платформы Xetra (разработка Франкфурта) и общего клиринга, на основе общих модели рынка и системы его регулирования, с предложением услуг по торговле всеми европейскими акциями. *Задача* – новая биржа должна быть сильнее, чем каждая из двух бирж в отдельности. *Стратегическая цель* – лидерство в Европе с позиций объема рынка. Предполагается *участие в слиянии других бирж* (предположительно – Мадрид и Милан). Создание *единого менеджмента* (единого Правления). Управление новой биржей будет подчинено *цели максимизации стоимости ее акций*, при этом часть акций биржи будет находиться во внебиржевом обращении. Рост рыночной стоимости биржи будет достигнут за счет перемещения на нее торговых объемов с других рынков в большем объеме, чем бы этого

<sup>442</sup> Именно в этих городах, которые являются наиболее экономически сильными в России, концентрировались в 90-х гг. самые крупные обороты по ценным бумагам, существовало наибольшее количество профессиональных участников рынка ценных бумаг.

могли достичь каждый из рынков в отдельности, за счет экономии издержек на масштабах деятельности.

Соответственно, *повышение конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг* может предполагать *присоединение РТС к ММВБ и прекращение деятельности региональных бирж* – создание *единой национальной биржи*, как это произошло во Франции, Великобритании, Италии, Австралии и других странах (с одновременным слиянием клиринговой, расчетной и депозитарной инфраструктуры). Даже если такие конкуренты, как Лондонская и Франкфуртская фондовая биржи, стремились в последнее время определиться в необходимости слияния, то возможно прогнозировать, что *интересы сохранения торговой активности* на российском фондовом рынке, *сопротивление перемещению операций* с российскими бумагами за рубеж могут подтолкнуть ММВБ и РТС к объединению ресурсов. Различия и расхождения между этими биржами не так велики, как между Франкфуртом и Лондоном.

*Количественные параметры российских фондовых бирж.* Важнейшая задача развития отечественного рынка ценных бумаг - *появление хотя бы одной фондовой биржи*, которая по своим объемам и ресурсам *превышала бы большинство средних и малых бирж развитых фондовых рынков* и, одновременно, вошла бы в число *крупных бирж формирующихся рынков*.

В новейшей истории российского рынка ценных бумаг уже был момент (1997 г.), когда по своим объемным показателям ММВБ и РТС были близки к небольшим западным биржам.

Организаторы торговли	Среднемесячный объем сделок с ценными бумагами на бирже, млрд. долл.	Количество сделок с ценными бумагами в среднем за месяц, тыс.	Количество проданных ценных бумаг в среднем за месяц, млн. шт.
ММВБ*	18.6	112	0.2
РТС*	1.3	15.4	1974.0
Хельсинки*	3.0	47.3	166.8

\*Данные Московской межбанковской валютной биржи и РТС за 1997 г., по фондовой бирже в Хельсинки - данные за 1997г. (FIBV Annual Report 1997). Данные (кроме ММВБ)- по рынку акций, по ММВБ - по рынку акций и облигаций

В 2001 г. размеры рынка ММВБ вновь стали сопоставимы с рядом средних и малых фондовых бирж – членов FIBV (см. *табл. 4.7*). Сопоставление абсолютных величин недостаточно. Сравнительный анализ размеров экономик во взаимосвязи с сопоставлением оборотов бирж (см. *пункт 1.2*) показывает, что российские биржи должны иметь большие размеры.

*Таблица 4.7\**

*Сравнительная характеристика объемов сделок с акциями на ММВБ и зарубежных биржах, млрд. долл., январь-ноябрь 2001 г.*

Хельсинки – 171.0	Стамбул – 71.6	Мехико – 66.0	Сингапур – 65.9	Йоханнесбург – 65.2	Сан-Паулу – 59.0
Барселона – 48.4	Валенсия – 35.7	Афины – 35.0	Таиланд – 27.7	Лиссабон – 25.8	<b>ММВБ – 24.5</b>
Ирландия – 21.2	Куала-Лумпур – 18.9	Израиль – 13.9	Новая Зеландия – 9.3	Варшава – 9.2	Джакарта – 8.9
Вена – 7.3	Буэнос-Айрес – 7.3	Будапешт – 4.3	Сантьяго – 4.0	Прага – 3.4	Филиппины – 2.9

\* Рассчитано по данным ММВБ, WFE Statistics 2001, Federation of European Stock Exchanges (текущая статистика на сайте www.fese.org). Сравнительный анализ сделан по биржам, ведущим учет по системе TSV.

**Оценка количественных параметров** зарубежных фондовых бирж проведена в **приложении 17** на основе данных **Международной федерации фондовых бирж по более чем 30 биржам. Итоги** этой оценки обобщены в **табл. 4.8.**

**Таблица 4.8\***  
**Количественные характеристики зарубежных фондовых бирж в 90-е годы**

Параметры бирж	Анализ средних характеристик фондовых бирж	Разброс значений и их интерпретация
1	2	3
<b>Объем рынка</b>	С вероятностью 30-35% фондовая биржа будет иметь объем торгов по акциям от 10 до 100 млрд. долл. в год.	По акциям объем сделок колеблется от 1 до более 2000 млрд. долл. в год, по облигациям - от нескольких сот миллионов до 1000 млрд. долл. в год. Рынки облигаций, как правило, являются более мелкими, чем рынки акций
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	С вероятностью примерно 40-45% фондовая биржа будет находиться в границах до 1 млрд. долл. по объемам сделок с облигациями Сокращение количества мелких бирж, быстрое и значительное укрупнение бирж в части рынков акций. Отсутствие тенденции к укрупнению бирж за счет облигационных рынков	
<b>Количество эмитентов, прошедших листинг</b>	С вероятностью 40-45% на фондовой бирже прошли листинг 200-500 эмитентов.	Биржи с количеством эмитентов, прошедших листинг, менее 100 отсутствуют. Известны биржи, работающие более чем с 2000 эмитентами, прошедшими листинг
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	С вероятностью 20-25% фондовая биржа будет относиться к особо крупным, с листингом более 1000 эмитентов <b>Тенденция</b> к росту количества акций и компаний, допущенных к обращению на фондовых биржах. По анализируемой группе фондовых бирж с количеством эмитентов менее 100 к 1997 г. не осталось, увеличились количество и доля фондовых бирж, имеющих от 700 до 2000 эмитентов и выше; выросли число и доля фондовых бирж в основной группе - от 200 до 700 эмитентов, акции которых прошли листинг	
<b>Количество сделок с акциями в день</b>	С вероятностью примерно 35% на фондовой бирже будет совершаться 10-50 тысяч сделок с акциями в день	Количество сделок с акциями колеблется от нескольких сотен до более 500 тысяч в день в зависимости от объема биржевого рынка и его характера, является ли он крупнооптовым, мелкооптовым или даже розничным.
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	<b>Тенденция</b> к постоянному увеличению количества сделок, приходящихся на одну биржу; всё большее количество бирж попадает в группу бирж, работающих в диапазоне от 80 тысяч сделок в день и выше (примерно 45% бирж)	
<b>Средняя величина сделок с акциями</b>	С вероятностью 20- 25% средняя величина сделки с акциями будет колебаться в пределах 10-20 тысяч долл.	Средняя величина сделки колеблется от 1 до более 200 тысяч долл. (в зависимости от того, является ли биржа крупнооптовой, мелкооптовой или даже розничной)
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	С вероятностью 60-65% средняя величина сделки будет находиться в пределах от 10 до 50 тысяч долл. В конце 90-х годов стала складываться <b>тенденция</b> к постепенному уменьшению средней величины сделок (по оценке, в связи с внедрением систем интернет – доступа и более широким участием розничных инвесторов в торговле акциями рынки стали более диверсифицированными, раздробленными)	
<b>Численность членов биржи</b>	Среднее количество членов фондовой биржи – профессиональных участников рынка ценных бумаг – 300 – 320	
<b>Численность персонала</b>	С вероятностью 70% фондовая биржа имеет численность персонала до 400 человек, с вероятностью 40%- до 200 человек (1995 г.). Средняя численность персонала фондовой биржи составляет 300-350 человек	Численность персонала колеблется от около 1000 человек (NYSE) до нескольких десятков человек (Новая Зеландия)
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	<b>Устойчивая тенденция</b> к уменьшению численности персонала фондовых бирж	
<b>Собственный капитал бирж</b>	С вероятностью 65% собственный капитал фондовой биржи не будет превышать 200 млн. долл. (1995 г.). Средний размер капитала фондовой биржи около 150 млн. долл.	Размеры собственного капитала фондовых бирж колеблются в пределах от примерно 10 до 500 млн. долл.
<b>Тенденции 1993–2000 гг.</b>	<b>Устойчивая тенденция</b> к увеличению собственного капитала фондовых бирж	
<b>Доходы фондовых бирж</b>	Средний объем доходов, приходящийся на фондовую биржу, составляет 104 млн. долл. в год (1999 г.). Можно выделить около 20 различных видов доходов фондовой биржи, в том числе их укрупненная структура ( 1999): услуги биржи- 27.5%, плата за трейдинг - 40.0%, плата за листинг- 20.5%, прочие- 12.0%	
<b>Прибыли бирж и</b>	Отношение прибылей к капиталу, в среднем, по фондовой бирже составляет 20-25% (при объеме прибыли до взимания налогов в среднем, по «типичной бирже») 20-25 млн. долл. в год) (1997 г.)	

\*Рассчитано по данным Приложения 17.

В *табл. 4.8* определено, *а)* что такое «*средняя*», типичная *фондовая биржа* за рубежом<sup>443</sup> (как точка отсчета для оценки развития российских фондовых бирж); *б)* каков *разброс количественных характеристик* зарубежных бирж, каковы их предельные значения; *в)* существуют ли *количественные тенденции*, общие для всех бирж, которые нужно учесть в российской практике?

Соответственно, *важнейшая* (количественная и качественная) *задача* развития фондового рынка в России – это *появление хотя бы одной фондовой биржи* (с высокой вероятностью, это будет *ММВБ*), которая уже не была бы малым или сверхмалым биржевым образованием, а входила бы в «*средний класс*» *фондовых бирж мира*. Она должна отвечать *в ближайшие 3-4 года* следующим *параметрам (оценки)* сделаны на основании *табл. 4.8* так, чтобы они составляли «*среднюю*», «*типичную*» биржу):

-*годовой оборот по сделкам с акциями 40-60 млрд.* долл. (с тенденцией к увеличению) при *годовом обороте сделок с корпоративными облигациями 4-6 млрд.* долл. (с последующим опережающим увеличением облигационных оборотов, связанным с долговым характером российского финансового рынка);

-*количество компаний, прошедших листинг, – 300–500* (при дальнейшем росте числа эмитентов, чьи акции обращаются на бирже);

-*количество сделок с акциями в день – 10-12* тысяч при *средней величине сделки* не выше *15-20* тыс. долл. (мелкооптовый рынок) (со сложившейся тенденцией к росту числа оборотов). В других вариантах, например, при средней величине в *5-10* тыс. долл. (розничный рынок) количество сделок должно составить, по оценке, *20 – 25* тыс. сделок в день;

-рост *капитала биржи до 100-120* млн. долл. при диверсификации ее доходов *до 4-5* однопорядковых групп источников и получении *прибыли* в размере *20-25 млн. долл.* Критерию по прибыли соответствует ММВБ (2000 г.). Что касается Российской торговой системы, то в 2000 г. прибыль РТС после налогообложения составила примерно 0.7 млн. долл., величина собственных

---

<sup>443</sup> Конечно, типичной фондовой биржи в реальности не существуют, все биржи обладают резко выраженными особенностями. «Типичная» биржа, которую мы будем рассматривать, является скорее обобщением, удобной моделью, точкой отсчета для того, чтобы соизмерять с ней степень прогресса, достигнутого конкретными российскими фондовыми биржами. . Каждый из параметров такой «средней» биржи не столько отражает какую-либо реальную биржу, сколько задает координаты, в которые должна укладываться биржа, являющаяся значимой в международной практике.



средств, сформированных, в основном, за счет нераспределенной прибыли, – приблизительно 6.7 млн. долл.<sup>444</sup>

### ***Коммерциализация организаторов торговли***

Во всем мире, включая Россию, ***организаторы торговли*** действуют в ***новых***, сложившихся в 90-е годы ***условиях***:

-***обострение*** международной конкуренции; ***централизация*** биржевой торговли, бирж и обслуживающей их инфраструктуры, сосредоточение финансовых инструментов, инвесторов, сделок в немногих финансовых центрах (прежде всего, международного характера); ***уход с рынка*** региональных бирж, не нашедших новой политики (например, Гамбург), и ***превращение*** небольших национальных бирж, по сути, в провинциальные (например, Брюссель); ***политика*** слияний и союзов фондовых бирж, чтобы выдержать конкуренцию;

-вместе с тем быстрое ***расширение*** числа ***специализированных рынков*** (внебиржевые организованные рынки, альтернативные торговые системы, специализированные биржи), стремящихся найти свою рыночную нишу, своих клиентов и при этом снижающих транзакционные издержки своих клиентов до уровня более низкого, чем при совершении операций через фондовую биржу;

-технологическая ***революция*** в биржевом деле, приводящая к всё более автоматическому выполнению всего цикла операций, сопровождающих биржевую сделку (от ввода приказов до перевода ценных бумаг на имя нового владельца), к прямому доступу инвесторов на биржу, к построению распределенных биржевых сетей (в том числе через Интернет) и к возможности удешевления цены биржевых услуг (что обостряет конкуренцию);

-более динамичное ***движение*** денежных потоков (бóльшая открытость и дерегулированность финансовых рынков, что оставляет меньше шансов на выживание биржам, существовавшим на денежных ресурсах закрытых рынков); ***жесткость*** конкуренции между биржами развитых и формирующихся рынков, биржами различных регионов, между связанными рынками;

-***укрупнение*** бирж и рынков, масштабные изменения структуры рынков в 90-е годы, ***консолидация*** профессиональных участников рынка ценных бумаг.

---

<sup>444</sup> Годовой отчет РТС за 2000 г., размещенный РТС в Интернете.



**Новая концепция организатора торговли, в целом, и фондовой биржи, в частности.** В связи с острой конкуренцией между биржами, а также между биржами и альтернативными торговыми системами возникла тенденция к **изменению взглядов на природу торговых систем, в целом, и фондовой биржи, в частности,** и, как следствие, к изменению правовых и экономических основ ее деятельности. **Традиционной концепцией** является «нейтральная», **некоммерческая природа биржи**, которая не должна в своей деятельности ставить задачу получения прибыли. Биржа рассматривается как «нейтральный» рынок, который создается профессиональными участниками для выполнения на нем своих задач по перераспределению денежных ресурсов. В этом качестве биржа должна обеспечить равенство всех участников на рынке и равный доступ к нему, информационную прозрачность рынка, честность и справедливость ценообразования, отсутствие нечестных торговых практик, мониторинг и регулирование рынка и надзор за участниками с тем, чтобы уменьшить риски рынка и обеспечить его ликвидность. Платежи, которые вносят участники (создатели биржи), должны только покрывать затраты на ее содержание и развитие, при этом издержки, которые несут участники рынка на его поддержание, должны быть минимальными (биржа не должна получать и распределять прибыль). Для участников рынка биржа, которую они создали, лишь инструментарий, лишь форма, дающая возможность выполнять свои функции по перераспределению денежных ресурсов (форма, которая должна быть нейтральной по отношению ко всем участникам, что исключает владение биржей со стороны только части ее членов).

На практике оказалось, что **торговые системы, в том числе фондовые биржи** в своем развитии **должны будут выйти за рамки концепции «некоммерческой природы».** **Во-первых,** часть фондовых бирж не соответствуют этой концепции и являются по своей организационно-правовой форме и на практике коммерчески ориентированными. В соответствии с годовым отчетом Международной федерации фондовых бирж уже в 1997 г. примерно 35% бирж не являлись неприбыльными организациями, около 40% прибыли бирж распределялось в качестве дивидендов. В Северной Америке вся прибыль, как правило, реинвестируется в развитие биржи («некоммерческий» взгляд на природу биржи), в Южной Америке прибыль выплачивается в форме дивидендов.

**Во-вторых,** постепенно биржи стали доминировать над своими участниками (права получения отчетности, мониторинга, надзора и санкций, в США-статус саморегулируемой организации). **Диверсифицированной** оказалась **доходная база** фондовых бирж (см. **приложение 17**). При росте объема рынков, капиталоемкости бирж, быстром усложнении технологий, информационной и

организационной структур поддержание некоммерческой природы биржи (по сути, сметной, аппаратной) должно привести к резкому росту затрат в этой области, к немобильности бирж, к увеличению рисков рынков. Развитие *корпоративной* - по услугам, по сложности, по объемам денежных потоков – *структуры* сложно и затратно финансировать на некоммерческой основе.

*В-третьих*, решающим фактором, влияющим на изменение концепции фондовых бирж, является острейшая *конкуренция* между ними (биржи развитых рынков против бирж, находящихся на формирующихся рынках, биржи одних регионов (например, Северной Америки) против бирж других регионов (например, Европы), биржи международных финансовых центров против друга (Нью-Йорк, Лондон, Франкфурт, Париж и т.д.), столичные биржи против региональных (например, Франкфурт против Берлина и Штуттгарта). Международная федерация фондовых бирж отмечает, что «конкуренция между фондовыми биржами, вероятно, увеличивается благодаря тому факту, что биржи становятся всё более рыночно- и клиентски - ориентированными. Эта конкуренция несет и угрозы, и возможности, побуждая биржи стремиться на чужие рынки и защищать свои»<sup>445</sup>. В конце 1997 г. указывалось на «безжалостную борьбу между биржами в попытках заполучить и, в итоге, монополизировать европейские рынки акций» (Luxembourg Stock Exchange, Information №22, 15.12.97). Экспертная количественная оценка остроты международной конкуренции между фондовыми биржами дана в исследовании «Marketing & Communication», осуществленном в 1996 г. Международной федерацией фондовых бирж.<sup>446</sup> По опросу, проведенному среди 35 фондовых бирж- членов FIBV, только 4% не идентифицировали конкурентов. Для 32% членов - важнейшими конкурентами были зарубежные фондовые рынки (как в форме депозитарных расписок, так и прямого листинга ценных бумаг) и альтернативные торговые системы.

До тех пор, пока национальные рынки оставались относительно закрытыми, ситуации, когда финансовые ресурсы, игроки, сделки, финансовые инструменты перемещались к торговым системам - конкурентам, были не столь масштабными. Как только рынки открылись для международных инвесторов (этот процесс особенно заметен с начала 60-х и был продолжен при дерегулировании в 80-е годы), обострилась конкуренция. Произошла, по сути, технологическая революция в биржевом деле (компьютерные биржи с распределенным доступом к ним), быстро увеличилось количество торговых систем, в том числе находящихся в частной собственности и ставящих задачу снижения издержек

---

<sup>445</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1995. – Paris: FIBV. – 1996. – P.8.

<sup>446</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1996. – Paris: FIBV. – 1997. – P.P12-13.

своих клиентов ниже уровня, которые они несут, если проводят сделки через биржу. По мнению директора программы международной экономики Королевского института международных отношений Б. Стайла, «технология сделала многие функции маркет-мейкеров или специалистов излишними», многие европейские биржи переходят от системы продвижения котировок к системе продвижения ордеров с тем, чтобы снизить транзакционные издержки клиентов. Следующий шаг, чтобы иметь возможность конкурировать с другими электронными торговыми платформами, значительное сокращение бюджетов бирж и их акционирование.<sup>447</sup>

Соответственно, биржам приходится решать следующие *задачи*:

**-позиционирование** биржи на рынке - рыночная ниша, виды рынков, продуктовый ряд, клиенты (члены биржи, эмитенты и инвесторы стали клиентами, поскольку обладали свободой выбора торговых систем), ценовая политика, максимальное удовлетворение потребностей клиентов и т.д.;

**-рост и диверсификация** доходов для покрытия затрат на развитие (биржевое дело становится более капиталоемким, высокие темпы изменений информационных технологий и их технической и коммуникационной базы определяют необходимость постоянного обновления систем биржи и масштабных инвестиций), **снижение** расходов в условиях острой ценовой конкуренции и дефицита средств на развитие, ограничение издержек, которые несут члены биржи для поддержания рынка (в ином случае биржа становилась неконкурентоспособной);

**-усложнение** управления рынком (всё более диверсифицированная структура рынков, рост их объема при глобализации денежных потоков и увеличении рисков рынков); **ведение** биржевого маркетинга как условие успешной конкуренции фондовых бирж; **разработка** долгосрочных политик развития, стратегий поведения на рынке для удержания рыночной ниши.

Все эти задачи являются, по сути, *задачами коммерческой организации*, ничем не отличаются от тех целей, которые ставит перед собой крупная корпорация. Соответственно, всё в большей мере стала заявлять о себе **тенденция к «коммерциализации»** фондовых бирж. «Некоторые рынки изменили или находятся в процессе изменения своего юридического статуса с тем, чтобы стать частными компаниями, преследующими (или не преследующими) цели получения прибыли. Фондовые биржи также реструктурируют свой штат и департаменты с тем, чтобы придать им форму, повсеместно принятую в обычных деловых корпорациях. Возникают структуры, связанные со стратегией, маркетингом, «промоушн», приглашаются внешние профессиональные менеджеры, не имевшие до

---

<sup>447</sup> Интернет, агентство Рейтер - [www.reuters.com/magazine/mag96/](http://www.reuters.com/magazine/mag96/)

этого опыта работы с биржами или имевшие небольшой опыт».<sup>448</sup> В США эта тенденция названа процессом “*demutualization*” (выведения торговых систем из общего владения только членом биржи в частное владение). «Demutualization’ –это еще один очень важный вопрос, с которым столкнулась Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам. Не только целый ряд различных альтернативных торговых систем проявляют свой интерес к регистрации в качестве ориентированных на прибыль бирж, но и большинство существующих фондовых бирж... выразили определенный интерес к получению статуса организации, целью которой является получение прибыли».<sup>449</sup> На превращении в коммерциализованную организацию настаивает и Нью-Йоркская фондовая биржа.<sup>450</sup> Процесс коммерциализации бирж по отдельным странам рассмотрен в *приложении 18*. Данные Международной федерации фондовых бирж о растущей роли коммерчески ориентированных бирж обобщены в *табл. 4.9*.

Таблица 4.9\*

**Роль фондовых бирж, имеющих коммерческий статус**

Показатели, 1999 г.	Организационно – правовой статус бирж				Всего, %
	Частные компании в собственности членов бирж	Частные компании в собственности как членов, так и не членов бирж	Биржи, являю- щиеся ассоциациями / кооператива- ми	Биржи в квази- публичных и прочих правовых формах	
Доля бирж, имеющих данный правовой статус, в общем количестве членов FIBV, %	48.9	23.4	14.9	12.8	100.0
Доля в совокупной капитализации рынков акций бирж – членов FIBV, %	64.7	17.2	16.5	1.6	100.0
Доля в совокупном доходе, формируемом биржами – членами FIBV, %	54.7	21.4	10.3	13.6	100.0
Доля в совокупных расходах, формируемых биржами – членами FIBV, %	60.7	20.9	14.3	4.1	100.0
Доля бирж в группе, являющихся коммерческими организациями, ориентированными на прибыль, %	56.5	100.0	14.2	0.0	x
Индикатор “Прибыль/Капитал биржи», %	12.0	45.0	9.6	19.5	x

\* По данным на 1999 г. FIBV Annual Report 2000 (Cost and Revenue Survey 1999).

Впервые в 1999 г. большинство (53.5%) фондовых бирж – членов Международной федерации фондовых бирж стали коммерческими организациями, ориентированными на прибыль.<sup>451</sup> Рыночная ниша таких бирж (см. *табл. 4.9*) составляет 50 – 65% мирового рынка ценных бумаг (1999 г.).

**Возможности для России.** Экономические и управленческие факторы, обуславливающие коммерциализацию торговых систем, действуют и в России. При этом они имеют еще более сильное влияние, так как российским биржам

<sup>448</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1994. – Paris: FIBV. – 1995. – P.26.

<sup>449</sup> Testimony of Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities and Exchange Commission Concerning Market Structure Issues Currently Facing the Commission Before the Subcommittee on Securities //Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S.Senate. – 1999, October 27.

<sup>450</sup> Statement by SEC Chairman Arthur Levitt on NYSE Vote, 1999, September 2.

<sup>451</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 2000 (Cost and Revenue Survey 1999, P. 43).

приходится действовать на международном рынке биржевых услуг в «догоняющем режиме», пытаясь сохранить свою рыночную нишу на внутреннем рынке и создать базу для экспансии на восточноевропейские и центральноазиатские рынки. **Конфликт интересов**, беспокоящий Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США и других регуляторов, – **конфликт** между коммерческими интересами организатора торговли и его ролью как регулятора (биржи в США являются СРО) – в российской практике **максимально снят**, так как регулятивная роль относится больше не к самим биржам, а к СРО, которые стоят рядом с рынками (РТС-НАУФОР и ММВБ-НФА).

Приведенные выше аргументы свидетельствуют в пользу того, что **одним из направлений** политики развития фондового рынка в России является **изменение концепции** организатора торговли ценными бумагами в России, **отказ** от его понимания исключительно как **некоммерческой организации**, признание возможности **коммерческой**, прибыльной, корпоративной **природы торговых систем**, внесение при этом необходимых изменений в законодательство. В частности, в этом случае потребуются: **отказ в законодательстве** от исключительного статуса фондовой биржи как некоммерческого партнерства, **предоставление** возможностей фондовым биржам акционироваться и даже допускать акции к обращению, хотя бы среди узкого круга профессиональных участников и персонала бирж (а в дальнейшем – среди неограниченного круга юридических и физических лиц).

**Равные конкурентные права организаторов торговли.** Как указывалось выше, важно **преодолеть искусственное разделение рынка** на «банковскую» (ММВБ) и «небанковскую» (РТС) часть, проводимое регуляторами в 90-е годы. Только крупные рынки, обладающие необходимыми ресурсами для развития и значительной операционной способностью могут конкурировать и выживать на международных фондовых рынках следующего десятилетия.

ММВБ и РТС - национальное достояние России, рынки, имеющие современные технологии и получившие в качестве формирующихся рынков международное признание. **Элементом государственной политики** на фондовом рынке, равно как и **этическим долгом** ФКЦБ России, должна стать **поддержка** этих крупнейших торговых площадок страны, **защита** их интересов в между-

народном финансовом сообществе, **обеспечение** равных условий для конкуренции этих организаторов торговли. Любые решения в отношении этих торговых систем, в том числе связанные с их реструктурированием, санкциями и т.д., должны приниматься регулятором в форме, которая не вызывает усиления рыночного риска и не ослабляет способности российского фондового рынка к перераспределению денежных ресурсов в инвестиции.

Вместе с тем, как указывалось выше, возможно лучшим решением было бы создание **единой национальной фондовой биржи** (присоединение РТС к ММВБ), поглощение региональных бирж в России (создание на их основе площадок технического доступа на центральные рынки). Во главу угла развития бирж в России должна быть поставлена, в первую очередь, **их конкурентоспособность в сравнении с биржами других стран**, и, во вторую очередь, **их сравнительная конкурентоспособность с позиций внутреннего рынка**, их рыночной ниши в перераспределении внутренних денежных ресурсов.

**Введение торговыми системами новых бизнес-ориентированных политик развития.** Коммерциализация организаторов торговли, которая неизбежно произойдет в России, потребует разработки новых политик развития, имеющих целью позиционирование бирж на рынке, ставящих во главу угла рост и диверсификацию доходов, расширение клиентуры, продуктового ряда, нацеленных на опережение конкурентов или, по меньшей мере, на сохранение рыночной ниши. «Стратегическое планирование включено в обычную структуру работы фондовых бирж с тем, чтобы на его основе определялись бизнес-цели». <sup>452</sup> В соответствии с **исследованием** и опросом **35 фондовых бирж**, проведенном в 1996 г., <sup>453</sup> фондовые биржи считают, что **основные черты** их будущих **политик развития** состоят в следующем:

-большая **ориентация на клиентов** (должны предприниматься постоянные усилия для идентификации клиентов, для оценки того, насколько они удовлетворены услугами биржи, для адаптации рынка к потребностям клиентов); для бирж формирующихся рынков - **особый акцент на розничных инвесторов** и иностранных институциональных инвесторов, способных расширить рыноч-

---

<sup>452</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1994. – Paris: FIBV. – 1995. – P.26.

<sup>453</sup> International Federation of Stock Exchanges Annual Report 1996. – Paris: FIBV. – 1997. – P. P. 4-10.

ную нишу, занимаемую биржей (исследование показало, что чем меньше рынок, тем большее значение придается работе с розничными инвесторами);

-цель - *сделать свой рынок более привлекательным для отечественных ценных бумаг, чем иностранные биржи*, не допустить перемещения торговли по ним на иностранные рынки; аналогичная задача - в отношении *региональных бирж*, являющихся конкурентами (не допустить смещения торговой активности на региональные биржи, сохранить свою рыночную нишу как центральной финансовой площадки);

-*усиление* не только клиентской, но и *продуктовой ориентации*, создание своего продуктового ряда (базовые продукты, включая индексы, хорошо знакомые инвесторам, узнаваемый имидж биржи, бренды (общеизвестные в финансовом мире продукты, отличающиеся особым качеством), специальные продукты, ориентированные на определенные категории клиентов);

-*ориентация на прибыль*, рост объема рынка, количества клиентов и финансовых инструментов, прошедших листинг (в том числе ежегодные количественные задания по увеличению числа компаний, прошедших листинг).

### **Развитие новых рынков**

Как следствие, одним из ключевых направлений бизнес-развития должно стать *расширение* перечня продуктов, предлагаемых организаторами торговли, в частности - *создание* внутри бирж (или в качестве дочерних компаний) специализированных торговых систем для операций розничных клиентов, торговли блоками, акциями молодых компаний роста, для обращения биржевых коммерческих бумаг, а также других систем в соответствии с потребностями рынка; *создание* организованных рынков для прямой, без участия финансовых посредников, торговли инвесторов между собой и др.

*Биржевые рынки компаний роста.* В международной практике для финансирования новых приобретений и проектов создаются специальные *рынки акций молодых, растущих компаний*, которые имеют активы 5-10 млн. долл., являются «точками роста» и центрами инноваций. В 80-е годы создавались «вторые» и «третьи», «параллельные» рынки, в 90-е годы – *рынки акций компаний с малой капитализацией* (small caps) или *новые рынки* (“New Markets”).



В Европе существует сеть рынков Euro.NM (Nouveau Marché – Парижская биржа, Neuer Markt – Франкфуртская биржа, EURO – NM Amsterdam – Амстердамская биржа, EURO – NM Belgium – Брюссельская биржа, Nuovo Mercato – Миланская биржа, NM – List – Хельсинки, SWX New Market – Швейцарская фондовая биржа и др.), а также конкурирующие с ними Alternative Investment Market – Лондонская биржа и до 2001 г. - EASDAQ (European Association of Securities Dealers Automated Quotation System), Брюссель (в 2001 г. поглощена Nasdaq Europe) и др. На таких рынках котируются акции прибыльных молодых компаний, готовых к расширению капитала, дроблению структуры собственности и раскрытию информации, ведущие учет на основе международных стандартов и выполняющие ряд других требований, обеспечивающих ликвидность рынка. Еще в 80-е годы большинство ведущих бирж мира открыли *«вторые», «третьи», «полуофициальные», «параллельные» рынки*, рынки «ценных бумаг, не включенных в листинг» для *компаний с небольшой капитализацией* с тем, чтобы конкурировать с внебиржевыми организованными рынками (типа Nasdaq в США, COATS (Canadian Over-the-Counter Trading System) в Канаде и др.), на которых обращались подобные акции.<sup>454</sup> Все публикации в 80-е годы были пронизаны идеей конкуренции бирж и внебиржевых организованных рынков (OTC – markets), в качестве построенных на распределенных вычислительных сетях дилерских рынков. Основная идея подобных торговых систем состояла в том, что через организованный рынок акций должны привлекать денежные ресурсы не только давно работающие, стабильные компании, но в силу природы акций, их высокого риска через этот рынок должны финансироваться молодые инновационные компании, которые уже прошли стадию венчурного финансирования и находятся на этапе быстрого роста, нуждаются в средствах для новых продуктовых линий, для расширения производства апробированных инноваций, для развития сети сбыта или приобретения производственных мощностей и т.п.

Как уже указывалось, в 90-е годы эта идея получила продолжение в создании внутри бирж *специальных сегментов*, рассчитанных на *международных инвесторов*, так называемых *«новых рынков»* (молодые компании роста должны были вести учет на английском языке, в соответствии с международными стандартами учета и отчетности, придерживаться специальных правил раскрытия информации). ***Итог 80-х – 90-х годов - международная тенденция к уве-***

---

<sup>454</sup> Подробный анализ см. в книге: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 120-125).

личению доли малых и средних компаний на биржевых рынках акций (см. табл. 4.10).

Таблица 4.10\*

**Роль эмитентов - малых и средних компаний на биржевых рынках акций**

Страны	Доля малых и средних компаний в общей численности эмитентов, %				Доля малых и средних компаний (параллельного рынка) в общем объеме сделок с акциями, %			
	1993	1996	1997	2000	1993	1996	1997	2000
Биржи с тенденцией к расширению рынков средних и малых компаний								
Австрия	12.3	9.2	7.2	9.9	1.1	0.3	0.4	1.0
Бельгия	2.3	3.0	3.4	9.4	0.4	0.3	0.4	0.5
Великобритания	10.6	10.1	12.3	22.1	0.2	0.1	0.1	0.2
Германия	49.5	67.5	76.8	x	н/д	н/д	н/д	14.5
Греция	н/д	18.5	20.5	26.7	н/д	8.7	4.5	11.2 (1999)
Ирландия	н/д	16.1	14.7	20.8	н/д	0.9	1.5	1.4
Италия	14.3	12.5	10.9	18.5	2.5	0.5	0.4	2.7
Норвегия	17.0	27.9	36.9	н/д	1.7	6.9	9.8	н/д
Польша	4.5	20.5	22.4	40.0	1.6	8.4	12.1	3.3
Сингапур	13.9	17.2	18.6	19.2	1.8	2.5	3.5	4.0
Франция	н/д	33.6	37.4	53.0	н/д	3.4	2.6	3.0
Швеция	45.4	44.1	61.7	73.3	5.5	6.1	9.3	14.4
Биржи с неустойчивой или угасающей динамикой рынков средних и малых компаний								
Испания (Барселона)	6.6	5.3	5.0	2.7	1.5	0.0	0.0	0.02
Малайзия	20.5	33.7	37.6	37.5	3.8	40.1	25.9	13.8
Мексика	15,8	18.1	19.7	20.5 (1999)	0.0	0.4	0.6	0.04
Нидерланды	-	-	1.4	3.8	-	-	0.1	0.3
Португалия	н/д	10.8	8.1	8.2	н/д	1.1	0.7	0.07

\*Рассчитано по: FIBV Annual Reports 1994, 1997, 2000. Германия – данные о количестве эмитентов за 2000 г. не сопоставимы с предшествующими годами (структурные изменения в числе учитываемых эмитентов).

Эти компании составляют от 10 до 70% эмитентов, прошедших листинг, доля сделок с их акциями может достигать 10-15% оборотов в объеме торгов.

Выше (см. пункт 4.2.3) отмечалось, что: *а)* в России существуют молодые компании роста, в том числе в сфере высоких технологий, которые могли бы соответствовать критериям “новых рынков”, нуждающиеся в значительных денежных ресурсах для развития; *б)* одним из приоритетных направлений развития фондового рынка мог бы стать вывод акций российских компаний роста на зарубежные специализированные рынки, предназначенные для обращения акций именно этой категории (EURO.NM, Nasdaq Europe и т.д.).

Вопрос о поощрении инноваций в России, нуждающейся в ускоренной и массовой модернизации предприятий, стоит очень остро. Одним из инструментов содействия инвестициям должен стать *специальный биржевой рынок* внутри России (сегмент или дочерняя торговая система ММВБ или другой биржи) для *малых и средних быстро растущих компаний* (который может стать более привлекательным для иностранных инвесторов, действующих внутри России, чем рынок крупных старых предприятий). Ключевым требованием к

эмитентам, входящим на этот рынок, должно быть **соответствие критериям** «новых рынков» Европы (учет и отчетность на английском языке, международно признанные стандарты учета и отчетности, активы в 5-10 млн. долл., демонстрация 2-3-летней операционной истории и бизнеса как прибыльного, прозрачного и быстро развивающегося, хорошее качество корпоративного управления, готовность платить дивиденды, раздробленная структура акционерного капитала наряду с запретом собственникам на реализацию в течение длительного срока принадлежащих им акций). Другим требованием является **свободный допуск иностранных инвесторов на внутренний рынок акций молодых компаний роста** и различные характеристики обращающихся на нем акций (с тем, чтобы на этот рынок могли войти розничные инвесторы - резиденты).

**Биржевые рынки долговых ценных бумаг.** В силу природы российского рынка ценных бумаг как долгового (см. **пункты 2.1.3, 2.2.1, 4.2.1**) **российские фондовые биржи должны проявить свою долговую природу**, сегмент долговых ценных бумаг может превзойти размеры рынка акций. Международная практика показывает, что биржи, носящие преимущественно облигационный характер, демонстрирующие долговую природу в течение длительного срока, составляют не менее 15-25% фондовых бирж (см. **табл. 4.11**). Анализируя данные **табл. 4.11** с позиций того, какая доля бирж носит облигационный характер, необходимо учитывать следующее: **а)** ряд бирж только что (в конце 90-х) изменили свою долговую природу (например, Парижская и Амстердамская фондовые биржи еще в начале 90-х были преимущественно облигационными биржами; **б)** в 90-е годы общей тенденцией (см. **табл. 4.11**) был рост доли акций на фондовых рынках вслед за повсеместным ростом курсовой стоимости этих ценных бумаг (в силу повышательной стадии длинного цикла, см. **пункт 1.3**); в связи с тем, что в текущем десятилетии формируется понижательный склон длинного цикла, существует вероятность того, что роль акций будет сокращаться и что вновь увеличатся доли рынков долговых ценных бумаг; **в)** обороты, учитываемые в системе REV (см. **табл. 4.11**), обычно в 3-3.5 раза превышают обороты, сформированные по системе TSV. Даже с учетом этого замечания на биржах в Осло (Норвегия) и Копенгагене (Дания) (учет по системе REV) оборот по облигациям превышает объем сделок по акциям.

Соответственно, одной из **ключевых задач** развития фондового рынка является **создание на российских биржах гаммы долговых продуктов**, связанных с реальным сектором и инвестициями. Выпуск этих инструментов должен сопровождаться независимым кредитным рейтингом (максимальное раскрытие информации и заемщике).

Таблица 4.11\*

## Соотношение биржевых рынков акций и облигаций

Страны	Оборот по сделкам с акциями / Оборот по сделкам с облигациями				Капитализация рынка акций / Рыночная стоимость облигаций в обращении			
	1993	1996	1997	2000	1993	1996	1997	2000
Оборот по сделкам с акциями > Оборот по сделкам с облигациями, Капитализация рынка акций > Рыночная стоимость облигаций в обращении								
Австралия	139:1	813:1	1613:1	274:1	2.8:1	3.3:1	3.9:1	6.3:1
Великобритания (Лондон)	1: 2.2	1:1.15	н/д	3.8:1	1.3:1	1.4:1	2.0:1	1.8:1
Гонконг	17876:1	4059:1	19554:1	49561:1	н/д	н/д	н/д	7.0:1
Израиль	4:1	1:1.7	1:1:1	4.2:1	1.5:1	1:1.2	1:1:1	1.6:1
Испания (Мадрид)	3.1:1	3.24:1	5.1:1	> 500:1	1.8:1	4.2:1	6.5:1	≈ 30:1
Канада (Торонто)	174:1	299:1	330:1	936:1	151:1	41:1	733:1	376:1
Малайзия	101:1	640:1	160:1	52.9:1	47.9:1	88.9:1	52:1	72.4:1
Мексика	3.64:1	15.7:1	53.7:1	86:1	11.6:1	9.8:1	11.4:1	9.5:1
Нидерланды	1:3.1	1:2.0	1:1	2.76:1	1:1.2	1:1.1	1.4:1	2.6:1
Польша	24.4:1	1.85:1	3.9:1	36.6:1	2.4:1	1:1.1	1:3.1	1.8:1
Португалия	н/д	1:2	1.6:1	21.6:1	н/д	1:1.8	1.01:1	1.2:1
США (NYSE)	234:1	734:1	1141:1	4724:1	1.7:1	2.4:1	3.4:1	5.4:1
США (Nasdaq)	1148:1	71778:1	202791:1	4212510:1	1022:1	3308:1	240:1	38929:1
Тайвань	3598:1	1311:1	1916:1	605.6:1	7.3:1	7.4:1	9.0:1	5.1:1
Финляндия	1:1.3	188:1	386:1	27777:1	1.15:1	1.4:1	1.55:1	н/д
Франция (Париж)	1:7.4	1:4.5	1:2.1	23.4:1	1:1.4	1:1.5	1:1.15	2.0:1
Швейцария	2:1	2.1:1	4.3:1	7.0:1	1.4:1	1.6:1	2.4:1	3.2:1
Япония (Токио)	4.3:1	5.2:1	6.5:1	71.5:1	1.9:1	1.6:1	1.2:1	1.2:1
Оборот по сделкам с акциями > Оборот по сделкам с облигациями, Рыночная стоимость облигаций в обращении > Капитализация рынка акций								
Австрия	11.7:1	11.3:1	21.9:1	37.7:1	1:3.2	1:3.5	1:2.9	1:3.8
Бельгия (Брюссель)	7.7:1	36.7:1	60.8:1	116.9:1	1:2.2	1:2	1:1.5	1:1.1
Германия	1:2.6	1:2.7	1:1.4	3.2:1	1:3.4	1:3.3	1:2.5	1: 1.45 (1999)
Корея	30720:1	104:1	41.6:1	23.3:1	1.4:1	1:1.5	1:3.2	1:2.3
Люксембург	1.57:1	1:2.5	1:7.0	1.8: 1	1:64.6	1:50.9	1:52.7	1:92.8
Перу	н/д	2.6:1	1.7:1	3.5:1	н/д	1:1.3	1:1.2	1:4.3
Сингапур	17.1:1	21.2:1	19:1	76.8:1	1.1:1	1:1.1	1:1.6	1:1.4
Оборот по сделкам с облигациями > Оборот по сделкам с акциями Рыночная стоимость облигаций в обращении > < Капитализация рынка акций								
Аргентина (TSV)	6.4:1	1:4.2	1:1.8	1: 3.0	1.9:1	1:1.3	1:1.2	1:1.3
Дания (REV)	1:73.0	1:32.0	1:23.0	1:6.7	1:7	1:4.6	1:3.1	1:2.3
Норвегия (REV)	1:12.6	1:4.6	1:3.5	1: 3.6	1:1.6	1:1.1	1:27:1	1:6:1
Турция (TSV)	1.9:1	1:1.1	1.6:1	1:1.5	2.1:1	1.2:1	1.7:1	1.3:1
Чили (TSV)	52.2:1	1.04:1	1:1.3	1:1.8	2.8:1	2.4:1	2.6:1	2.5:1
Швеция (REV)	1: 15.8	1:11.4	1:10.2	1:1.6	1:1.1	1: 1.1	1.3:1	н/д
Южная Африка (TSV)	1:20.8	1:25.8	1:20.7	1:20.0	3.2:1	3.4:1	3.0:1	2.4:1

\*Расчитано по: FIBV Annual Reports 1994, 1997, 2000. Округление – до десятичных.

**Приоритеты** в этой области:

-не допустить возврата к долговой модели, действовавшей до 1998 г., когда около 100% массы долговых эмиссионных ценных бумаг, обращающихся на биржах, составляли обязательства Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований, выпускаемые на покрытие общего дефицита бюджетов. При этом корпоративные секьюритизированные долги были оттеснены в сферу неорганизованного оборота (векселя);

-создать **организованный рынок краткосрочных секьюритизированных корпоративных долгов** для финансирования оборотных средств в реальном секторе. Сейчас этот рынок отсутствует. В качестве субститута на фондовых биржах обращаются облигации, по которым эмитент принимает на

себя обязательство о выкупе облигаций через год после начала обращения у тех инвесторов, которые выразят намерение погасить свои облигации. Другим субститутом является векселя, обращающиеся на внебиржевом рынке, который структурирован по узкой группе крупных компаний и их вексельным программам (фактически действуют синдикаты вексельных инвесторов, а сами векселя по экономическому содержанию являются коммерческими бумагами). Анализ показывает (см. *пункт 4.2.3*), что в России может быть создан *биржевой сегмент коммерческих бумаг реального сектора*, который имеет международные аналоги и, с другой стороны, способен в ликвидной, с пониженными рисками форме направить дополнительные средства в производство;

-привлекать *население*, являющееся держателем большей части свободных денежных ресурсов в России (см. *пункт 2.3*). Сейчас оно *отделено* не только от организованного рынка акций (на котором действует небольшая группа краткосрочных инвесторов), но и *от рынка корпоративных долговых бумаг* (хотя обычный номинал более 90% облигаций российских компаний составляет 1000 рублей (в долларовом эквиваленте – 34 – 35 долл. в 2001 г.), стандартный лот ММВБ равен одной облигации, что позволяет выйти на этот рынок и розничным инвесторам). Архитектура бизнеса банков и брокерских компаний не ориентирована на предложение услуг розничным инвесторам (кроме интернет-трейдинга акциями). Рынок корпоративных облигаций в 1999 – 2002 гг. обладал значительно меньшей, чем акции, ликвидностью. *Перспективной идеей* является выделение *розничного сегмента* биржи или создание *специализированных торговых систем* (дочерних структур биржи), ориентированных на операции *мелких розничных инвесторов с облигациями* (с созданием розничных подразделений у брокеров – дилеров);

-создание *нового биржевого рынка долговых, с мелкими номиналами ценных бумаг Российской Федерации, субъектов РФ и муниципальных образований* (государственные инвестиционные облигации), квази-государственных институтов (например, находящихся в собственности государства или субъектов РФ ипотечных финансовых институтов и т.п.). Указанные долговые ценные бумаги должны эмитироваться под конкретные, краткосрочные (2-3 года) инвестиционные проекты, связанные с потребностями населения, и прямо покрываться доходами от реализации данных проектов, наряду с общим обязательст-

вом со стороны бюджетов, обеспечивающим выполнение финансовых условий займов (телефонные и жилищные облигации, займы на развитие кабельных телевизионных сетей, на строительство платных дорог и т.п.);

*-утверждение преимущественно долгового характера российских бирж* в текущем десятилетии (в дальнейшем доля акций неизбежно увеличится), *достижение корпоративными долговыми обязательствами большей доли рынка в сравнении с ценными бумагами государства, муниципальных образований, квази-государственных институтов.* На долговой потенциал бирж указывают структура собственности в России, незаинтересованность крупных акционеров в размытии капиталов (см. *пункт 3.1*), отсутствие молодых компаний роста в качестве эмитентов (см. *пункт 2.3*), низкие уровни риска, которые принимает население (см. *пункт 3.1*), понижительный склон длинного цикла (и, соответственно, конъюнктуры финансового рынка), на котором находится Россия и другие страны (см. *пункт 1.3*), и другие факторы. В международной практике не редкость биржи, на которых корпоративные облигации, выпускаемые резидентами, и облигации иностранных (большой частью корпоративных) эмитентов занимают существенно большую долю рынка, чем облигации государства и квази-государственных институтов (см. *табл. 4.12*).

*Таблица 4.12\**

*Зарубежные биржи с преобладанием корпоративных облигаций*

Доля корпоративных облигаций, выпускаемых резидентами, и облигаций иностранных эмитентов в совокупном объеме сделок с облигациями, обращающимися на биржах, 2000, %					
Австралия	Бразилия (Сан-Паулу)	Малайзия (Куала-Лумпур)	Перу (Лима)	США (Nasdaq)	США (NYSE)
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Тайвань	Япония (Осака)	США (AMEX)	Япония (Токио)	Германия (Немецкая биржа)	Финляндия (Хельсинки)
100.0	100.0	99.7	99.3	94.2	88.0
Франция (Париж)	Чехия (Прага)	Швейцария	Исландия	Испания (Мадрид)	Чили (Сантьяго)
68.5	62.2	58.3	55.2	52.7	51.7

\* Рассчитано по: FIBV Annual Report 2000. Округление – до десятичных. Совокупный объем сделок с облигациями включает в себя сделки с корпоративными облигациями, облигациями иностранных эмитентов, а также с облигациями публичного сектора (государственными и квази-государственными).

*Межбиржевые сегменты: преодоление фрагментарности российского фондового рынка.* Анализ, проведенный в *пункте 2.3*, показал фрагментарность фондового рынка (при том, что у ведущих российских торговых систем существует общее ядро - одни и те же акции обращаются, одни и те же брокеры-дилеры ведут операции). Неизбежный в будущем выход из этой ситуации – *слияние* торговых систем или *присоединение* их к более крупным. Дело ближайшего будущего – *создание а) кросс-листинга; б)*

перекрестного членства; **в)** унификация технологий (единые терминалы, унифицированные системы представления информации (даже обозначения эмитентов сейчас различаются). В дальнейшем - унификация клиринга, расчетов, торговых платформ. *Одной из мер*, ослабляющих фрагментарность, как свидетельствует международный опыт, может стать создание *межбиржевого сегмента в России* (ММВБ – РТС – Фондовая биржа “Санкт-Петербург”). Аналог межбиржевого сегмента в России – концепция *National Market System* в США, созданная в конце 70-х годов решением Конгресса США<sup>455</sup> и обязывающая установить связи между рынками, как биржевыми, так и внебиржевыми, которые обеспечивали бы информацию о том, на каком рынке в данный момент времени лучше котировки на конкретную ценную бумагу, и на этой основе позволяли бы вводить приказы на рынки с лучшими котировками. *Функции межбиржевого сегмента:*

*- раскрытие в масштабе реального времени котировок на покупку и продажу, складывающихся по группе наиболее ликвидных акций, на 4-5 ведущих рынках страны* (ММВБ, РТС, Фондовая биржа «Санкт-Петербург», Московская фондовая биржа и по отдельным ценным бумагам- Екатеринбургская фондовая биржа). Уже указывалось (см. *пункт 2.3*), что более 40% акций (примерно 120 эмитентов) одновременно котируется (см. *табл. 2.64*) либо на ММВБ и РТС, либо на ММВБ, РТС и Фондовой бирже “Санкт-Петербург”, либо на ММВБ, РТС и Московской фондовой бирже. Акции таких эмитентов, как Лукойл, РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, обращаются в пяти российских торговых системах. Это дает возможность создания *информационной системы*, соединяющей *ведущие биржи* и обеспечивающей одновременное раскрытие в масштабе реального времени котировок на покупку и продажу в ведущих торговых системах. Аналог в США - *Consolidated Quote System (CQS)*, находящаяся в совместной эксплуатации нескольких организаторов торговли;

*- обязательный раунтинг приказов через вычислительные сети на те рынки, на которых выставлены лучшие котировки на покупку и продажу* (независимо от того, в каком регионе введен ордер на покупку-продажу), обеспечение на этой основе – в режиме реального времени - лучшей цены клиентам не только в рамках одной торговой системы, а в рамках всех ведущих организа-

---

<sup>455</sup> Securities Exchange Act of 1934, Section 11A- National Market System for Securities; Securities Information Processors, a.l.D, в котором предусматривается «linking of all markets for qualified securities through communication and data processing facilities» (создание связей между всеми рынками по отобранной группе ценных бумаг (квалифицированным ценным бумагам) через средства коммуникации и обработки информации).



торов торговли, т.е. в рамках национального рынка (концепция National Market System). Аналог в США – *Intermarket Trading System (ITS)*, также находящаяся в совместной эксплуатации нескольких организаторов торговли.

**Реструктурирование Российской торговой системы.** Анализ, проведенный выше (см. *пункты 1.2, 2.3, 2.2.2*), показал, что *РТС*, второй по значению и развитый технологически рынок акций в России, имеет во многом отрицательное макроэкономическое значение: *а)* оборот денег по сделкам с акциями в рамках *РТС*, считающейся внутренним рынком, совершается за пределами России, реальные денежные средства внутрь страны не приходят; *б)* в рамках *РТС* возможны любые мгновенные, дестабилизирующие потоки “горячих” денег, режим ввода-вывода средств полностью либерализован; архитектура *РТС* усиливает волатильность российского фондового рынка (что было продемонстрировано в период кризисов октября 1997 г., мая и июля-августа 1998 г.); *в)* рынок *РТС* полностью зависим от иностранных инвесторов, преобладающая часть которых ориентирована на краткосрочные спекулятивные операции; *г)* котировка российских акций в рамках *РТС* осуществляется в долларах США, что усиливает фрагментарность внутреннего рынка, цены которого в остальных случаях устанавливаются в российских рублях.

В этой связи необходима **программа поэтапного реструктурирования *РТС***. Она должна предусматривать, в частности: *а)* поэтапный отказ от котировок акций в долларах США, переход на ценообразование в российских рублях в рамках *РТС*; *б)* одновременную поэтапную либерализацию доступа иностранных инвесторов на внутренний рынок акций (конвертируемость рубля, рыночные методы, ограничивающие мгновенный вывод нерезидентами средств с внутреннего рынка (чилийский опыт, российская практика заключения срочных контрактов иностранных инвесторов с Банком России в 1997 г.).

**Рынки для торговли блоками.** Анализ, проведенный выше (см. *пункты 2.3, 3.1*), показывает, что, поскольку в России складывается «капитализм держателей крупных пакетов» (stakeholder capitalism) и акционерные капиталы имеют вместо раздробленной укрупненную структуру (оптовую вместо розничной), особое значение на внутреннем рынке акций должна приобрести **торговля блоками – крупных пакетов акций** (сделки по продаже контроля за предприятиями). Существует вероятность того, что размеры рынка блоков могут быть одно-

го порядка с величиной вторичного рынка, на котором обращаются мелкие партии акций (текущий рынок ММВБ, РТС и других торговых систем).

В настоящее время, по оценке, значительные суммы платежей по сделкам с блоками проходят по зарубежным счетам, бóльшая часть крупных сделок совершается на внебиржевом рынке, не обеспечивается оперативное раскрытие информации, искусственно уменьшается торговая активность по российским акциям. Не отработан механизм публичного предложения о приобретении контроля над предприятием (тендерных предложений). Закрытость рынка блоков, сделок с акциями, в результате которых переходит контроль над предприятиями, неизбежно ведет к нарушениям в справедливости механизма ценообразования, к снижению конкурентности сделок, объектом которых выступает право на участие в контроле за предприятием.

В этой связи регулятору фондового рынка (ФКЦБ России) целесообразно ввести **обязательность** проведения и регистрации любых сделок с акциями крупных российских эмитентов, превышающих 0.5% акционерного капитала, через внутренние организованные рынки (ММВБ и РТС), с публичным раскрытием информации о совершенных сделках. Соответственно, на ММВБ и РТС должны быть созданы **специальные сегменты торговли блоками**, правила совершения сделок, которые должны исключать искажающее влияние на механизм ценообразования прохождения крупных партий ценных бумаг через торговую систему. В правилах ММВБ (конец 2001 г.) содержится специальный раздел по организации торговли крупными пакетами (блоками) акций. Устанавливается процедура отдельного прохождения крупных пакетов через рынок. В РТС специальных правил для совершения сделок с крупными партиями ценных бумаг нет (под блоком понимается совокупность различных видов ценных бумаг).

**Новые виды деятельности фондовых бирж.** Выживание отечественных бирж предполагает расширение видов деятельности, которые им разрешено вести, в частности, использование новой концепции биржи как «value chain» (см. **приложение 16**), предоставление биржам права заниматься регистраторской и трансфер-агентской деятельностью через дочерние компании.

### ***Альтернативные торговые системы: возможности для России***

Распространение с начала 90-х годов интернет-технологий и систем автоматического ввода и обработки приказов на покупку – продажу ценных бумаг (автоматический аукцион), с последующим автоматическим переводом денежных средств и ценных бумаг привели к созданию в США и в других странах *электронных коммуникационных сетей* (Electronic Communications Networks, ECNs), *альтернативных торговых систем* (Alternative Trading Systems, ATS) как разновидности ECNs и *электронных досок объявлений* (Electronic Bulletin Boards). Последние в данной работе не рассматриваются, так как они не могут в силу ограниченности функций конкурировать с торговыми системами и по данным IOSCO (см. ниже) имеют ограниченное распространение. В качестве *электронных коммуникационных сетей (ECNs)* выступают компьютерные системы, которые осуществляют автоматический ввод, централизацию, сравнение и мэтчинг ордеров на покупку и продажу ценных бумаг, автоматическую переадресовку ордеров в другие торговые системы в том случае, если они не могут быть выполнены на месте, автоматические расчеты по ценным бумагам и раскрытие информации по совершенным сделкам (или выполняют часть указанных операций).

Наиболее разработана, в том числе в правовом отношении, практика создания *ECNs* в США (могут регистрироваться как фондовые биржи или как брокеры-дилеры). В последнем случае, при регистрации *ECNs* в качестве *брокера – дилера*, они являются *альтернативными торговыми системами (ATS, ATC)*.

*ATC* в большей мере рассчитаны на участие в них *крупных институциональных инвесторов и брокерско-дилерских компаний* (Archipelago, Island, Brut, Primex, Bloomberg's "Tradebook" и др.). Вместе с тем создаются *ATC*, специализирующиеся на работе с *розничными инвесторами* (через розничных онлайн-брокеров, обеспечивающих интернет-доступ клиентов в торговую систему). К таким *ATC*, в частности, относятся Redibook, Marketxt.

По оценке Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (США) в конце 1998 г. существовало *несколько десятков* альтернативных торговых систем; через них проходит *примерно 20% приказов* по ценным бумагам, имеющим листинг в NASDAQ (по оценке на середину 2000 г. – 30% приказов), и *4%* приказов по ценным бумагам, имеющим листинг на биржах, для некоторых

ценных бумаг АТС могут стать основным рынком.<sup>456</sup> При исследовании Комиссией по ценным бумагам США более *140 брокерских фирм* заявили, что в них созданы в том или ином виде альтернативные торговые системы.<sup>457</sup>

*Международная организация комиссий по ценным бумагам* (IOSCO) признает, что численность этих торговых систем в последнее время многократно увеличивается.<sup>458</sup> *Международная федерация фондовых бирж* (FIBV) считает, что «конкуренция между регулируемыми рынками ценных бумаг и другими торговыми системами, действующими вне биржи (off-floor), с непосредственным доступом инвестора (in-house), находящимися в частном владении (PTS- Proprietary Trading Systems), всё в большей мере становится вопросом дня».<sup>459</sup>

**Уточненное понятие АТС.** В настоящей работе понятием *АТС (ATS, Alternative Trading Systems)*- альтернативные торговые системы объединены (как это делает в последнее время *IOSCO*) все системы, называемые в 90-е годы *PTS (Proprietary Trading Systems)* - частные (находящиеся в частном владении) торговые системы, *Broker-Dealer Trading Systems* - брокерско - дилерские торговые системы, *In-house Trading Systems* - торговые системы внутри брокерских домов и др. Наиболее *существенные черты альтернативных торговых систем*, которые сложились к концу 90-х годов:

- частный характер собственности и ориентация на прибыль;
- доступ через вычислительные сети (особенно через Интернет); существование в форме вычислительной сети, автоматическое, в реальном времени выполнение всего или большей части технологического цикла фондового рынка (раскрытие цен и котировок, ввод приказов, автоматический мэтчинг, кроссинг или аукцион, сверка и подтверждение сделок, распространение информации, клиринг, депозитарная функция, расчеты, перевод прав собственности);
- чаще оптовый характер клиентов (подписчиков на АТС); высокая плата; недоступность системы для розничных инвесторов с низкими и средними доходами; закрытый, клубный характер; привилегированность доступа, закрытость информации, лучшие, чем на открытом рынке курсы ценных бумаг, приоритетность и дешевизна услуг (с учетом оптового характера оборота);

<sup>456</sup> Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам (США), Release No. 34-40760, File No. S7-12-98, размещен на сервере SEC в Интернете [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

<sup>457</sup> Macey Jonathan R., O'Hara Maureen. Regulating Exchanges and Alternative Trading Systems: A Law and Economics Perspective ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)).

<sup>458</sup> IOSCO. Securities Activities on Internet. Report of the Technical Committee, September 1998. Размещен на сайте IOSCO в Интернете.

<sup>459</sup> International Federation of Stock Exchanges. Annual Report 1997.

- отсутствие надзора за клиентами и эмитентами, мониторинга рынка, регулятивной деятельности, связанной с расследованиями, санкциями и т.п.; всё регулирование относится к самому рынку, к выполнению его алгоритмов, но не к действиям участников рынка за его пределами (финансовое положение, раскрытие информации, надзор за выполнением законодательства и т.д.);

- как следствие, инновационность, усиление конкуренции между рынками и дерегулирование, повышение скорости обращения на рынке и производительности в отрасли ценных бумаг, улучшение качества и расширение спектра услуг для инвесторов; неизбежность (техническая, технологическая, информационная) развития подобных торговых систем; широкий спрос на их услуги;

- многократное снижение транзакционных издержек, платы, взимаемой торговыми системами за совершение сделок (ATC Island, одна из крупнейших, пропускает через себя более 10% объема сделок в NASDAQ, на базе двух серверов Compaq, стоимостью меньше 15 тыс. долл., ее персонал составляет менее 20 человек).<sup>460</sup>

**Примеры типов альтернативных торговых систем**<sup>461</sup> на базе вычислительных сетей приведены в **приложении 19. Конкретные примеры** альтернативных торговых систем, ориентированных на розничных инвесторов (США, Чехия), приведены в **приложении 20.** В указанном **приложении** содержатся также **примеры** безлицензионных АТС, созданных в конце 90-х годов для российских инвесторов (торговля суррогатами ценных бумаг в связи с неурегулированностью интернет-фондового рынка в России).

**Альтернативные торговые системы и розничные инвесторы в России и за рубежом.** Анализ информации о конкретных АТС, содержащейся в **приложении 20**, приводит к следующим выводам:

- при создании за рубежом АТС и коммерциализации при этом организаторов торговли возникают розничные интернет-торговые системы, ориентированные на розничных брокеров либо для прямой торговли физических лиц между собой, минуя брокеров (в США подобные системы регистрируются государством и регулируются им как брокеры-дилеры);

---

<sup>460</sup> Brent Fisse, Lori Semaan, Stuart Thomas. - Global Online Trading, ECNs and Alternative Trading System. – Australian Stock Exchange Perspective, 2nd Quarter 2000.- April 20, 2000.

<sup>461</sup> Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам (США), Release No. 34-40760, File No. S7-12-98, размещен на сервере SEC в Интернете [www.sec.gov](http://www.sec.gov).

- в России или для российских розничных инвесторов начинают создаваться интернет-торговые площадки, фактически АТС, на которых либо обращаются суррогаты ценных бумаг, либо в нарушение действующего законодательства, с высокими рисками и значительными конфликтами интересов безлицензионно выполняются функции организатора торговли.

**Влияние альтернативных торговых систем на фондовые биржи и другие организованные рынки.** Можно прогнозировать, что результат конкуренции организованных рынков и АТС будет подобен итогам конкуренции бирж и внебиржевых организованных рынков:

- **во-первых**, станут более регулируемыми сами АТС (в США это уже произошло, им предложено принять на себя статус бирж или брокеров-дилеров с обеспечением при этом публичного раскрытия информации и принятием на себя регулятивной нагрузки, обеспечивающей честность, прозрачность рынка, равенство доступа на него, снижающей его риски);

- будет продолжена трансформация фондовых бирж, так же, как это произошло при открытии организованных внебиржевых рынков в 70-е годы; часть бирж может предпочесть принять на себя статус альтернативных торговых систем, если это будет связано с меньшей регулятивной нагрузкой на рынок; часть бирж изменит юридическую форму, в которой они организованы с тем, чтобы иметь возможность находиться в частной собственности и ориентироваться на прибыль в качестве основной цели деятельности. Будет продолжена тенденция к децентрализации инфраструктуры фондовых бирж, к вариантности систем их организации, к диверсификации услуг, которые они оказывают. Часть бирж предпочтет создание в своей структуре прибиржевых и параллельных рынков, которые, являясь дочерними компаниями, будут существовать в качестве специализированных АТС (в США в конце 1998 г. биржам разрешили учреждать дочерние компании для организации через них АТС).

**Распространение АТС: влияние на российский фондовый рынок.** В связи с изложенным и с учетом анализа тенденций развития фондовых бирж, проведенного выше, **неизбежно** принятие в России **следующих концепций**:

- как уже указывалось выше (см. подпункт «Коммерциализация организаторов торговли»), **признание**, в том числе правовое, в России (как это проис-

ходит сейчас в индустриальных странах) новой **концепции биржи - частной компании**, целью деятельности которой является получение прибыли. Необходимо разрешить биржам, другим организаторам торговли и брокерам-дилерам **создавать дочерние коммерциализированные АТС**;

- **признание правового статуса** АТС, изменение концепции организатора торговли в российской практике, **отказ** от статуса некоммерческого партнерства для организаторов торговли. Если признания статуса АТС не произойдет, то российская практика столкнется с попытками организации многочисленных частных торговых систем в обход российского законодательства;

- **переход от биржи - централизованного рынка**, разделенного на немногие сегменты, **к бирже - системе рынков**, имеющих общую идеологию, единые технические, технологические и информационные основы, но при этом выполняющих каждый свою собственную функцию, ориентированных на конкретные группы эмитентов, инвесторов, посредников, финансовых инструментов. В частности, **российские биржи будут учреждать альтернативные торговые системы (дочерние компании)** в качестве нового продуктового ряда (наряду с другими биржевыми продуктами), позволяющего сохранить рыночную нишу и увеличить прибыльность биржи;

-с другой стороны, многие **российские брокеры-дилеры** будут стремиться расширить спектр своих услуг, создать **специализированные АТС**, обеспечив своим клиентам преимущества перед клиентами других фирм;

- предстоит создать **стимулы в организации отечественных АТС**, с тем, чтобы предотвратить перевод торговой активности по российским акциям в зарубежные альтернативные торговые системы. В ближайшие годы начнет проявляться конкуренция организаторов торговли и АТС в России;

- в связи с тем, что основной объем свободных денежных ресурсов, необходимых для инвестиций, находится у российского населения (см. **пункт 2.3**), предстоит создать **специализированные розничные АТС**, направленные **на конкретные группы клиентов, секторы рынка, виды ценных бумаг, привлекательные для населения**. Создание АТС в российской практике началось именно в розничном секторе (см. **приложение 20**).



### *Анализ регулятивных возможностей создания отечественных АТС.*

Системы правил, которая бы учитывала особенности рынка интернет-услуг в отрасли ценных бумаг, в отечественной практике нет (декабрь 2001 г.). В данном разделе рассматриваются возможности создания альтернативных торговых систем для сделок с эмиссионными ценными бумагами (операции с долгами, зачетами, векселями, валютой, кредитами и другими неэмиссионными финансовыми инструментами, торговые системы для сделок с ними, выведены за рамки исследования). Анализ показывает, что уже в настоящее время, фактически без изменения правил ФКЦБ в области организации торговли, могут создаваться следующие АТС: *АТС в области первичного рынка* – у крупного брокера – дилера для размещения эмиссий ценных бумаг (без использования аукциона, с размещением ценных бумаг по подписке, по фиксированной цене на счета клиентов); *АТС в области первичного и вторичного рынка* - у крупного организатора торговли (ММВБ, РТС), или в смешанной собственности – с проведением аукциона на первичном и вторичном рынках (см. *табл. 4.13*).

Анализ требований к организаторам торговли показывает, что существует возможность, не меняя указанные требования, создавать АТС, специализированные по продуктам, по составу клиентуры, по применяемым технологиям, являющиеся коммерческими предприятиями, и т.п.

*Политика государства.* Исходя из изложенного, *политика регулятора фондового рынка* в области альтернативных торговых систем может быть следующей: а) признание концепции АТС в России; б) поощрение создания лицензированных розничных АТС, являющихся дочерними компаниями российских бирж; в) введение правил, позволяющих мелким, в том числе розничным инвесторам, непосредственно совершать сделки в АТС, минуя брокеров-дилеров; г) прекращение деятельности русскоязычных интернет-торговых систем, которые не лицензированы; д) введение требования о раскрытии ценовой информации, возникающей в АТС, через фондовые биржи с тем, чтобы не допустить усиления фрагментарности российского рынка.

*Таблица 4.13*

#### *Анализ возможностей создания АТС в российской практике*

Параметры АТС	Требования к организатору торговли ценными бумагами (Закон “О рынке ценных бумаг”, правила ФКЦБ)	Предлагаемые решения
---------------	--	----------------------

Принципиальная возможность создавать альтернативные торговые системы	Законодательством предусмотрена возможность создания внебиржевых “организаторов торговли”, в качестве которых может функционировать АТС.* Таким образом, не обязательно заимствование опыта США, в соответствии с которым, если АТС не регистрируется в качестве фондовой биржи, то она должна получить лицензию в качестве брокера – дилера. Другая возможность создать АТС – кроссирование ордеров, поступающих от инвесторов, у брокеров – дилеров. Кроссирование ордеров (при всех отрицательных возможных последствиях кроссирования) не запрещено в российской практике. Вместе с тем кроссирование однозначно может быть истолковано как услуги по организации рынка; оно связано с масштабным конфликтом между интересами брокера-дилера и клиентов, с массовыми нарушениями принципа установления для клиента лучшей цены	Альтернативные торговые системы должны создаваться в качестве внебиржевых “организаторов торговли”  В связи с фрагментарностью российского рынка рекомендуется запрещение ФКЦБ кроссирования внутри брокеров потока клиентских ордеров на покупку и продажу ценных бумаг (и создание АТС на этой основе)
Возможность создания коммерчески ориентированной АТС, находящейся не в “членской”, а в частной собственности немногих инвесторов	Организатор торговли может иметь форму коммерческой организации и, соответственно, находиться в частной собственности, действовать как частная компания. Следовательно, организатор торговли не должен обязательно быть в собственности компаний – “членов” рынка, членство на рынке может не совпадать со структурой собственников. И, наоборот, организатор торговли может быть собственностью компаний, которые вообще не являются “членами” рынка – профессиональными участниками рынка ценных бумаг	Возможна АТС, формирование капитала которой не связано с наличием лицензии у собственников на ведение профессиональной деятельности на фондовом рынке. В основе такой АТС должен лежать коммерческий интерес
Возможности создания АТС в качестве структурного подразделения	Отсутствует, так как в качестве организатора торговли на рынке ценных бумаг может выступать только юридическое лицо	Невозможность создать АТС - структурное подразделение профессионального участника рынка ценных бумаг
Организационно-правовая форма	Коммерческая организация или некоммерческое партнерство	Предпочтителен коммерческий статус АТС (ОАО, ЗАО, ООО)
Возможность для организатора торговли, имеющего лицензию ФКЦБ, учредить АТС в качестве дочерней компании	В российском законодательстве отсутствуют ограничения на учреждение фондовой биржей или организатором торговли дочерних компаний, в том числе коммерческих организаций. Организаторы торговли, в том числе фондовые биржи, находящиеся в форме некоммерческого партнерства, имеют право учреждать хозяйственные общества (т.е. коммерческие организации) в соответствии с ФЗ «О некоммерческих организациях» от 12 января 1996 г. №7-ФЗ, с последующими изменениями и дополнениями (ст.24)	Любой организатор торговли, в том числе фондовая биржа, имеющая форму некоммерческого партнерства, вправе учредить альтернативную торговую систему как дочернюю компанию (в форме ЗАО)
Возможность торговать на рынке и быть участниками рынка непосредственно инвесторам, минуя брокеров-дилеров	Членами фондовой биржи, являющейся некоммерческим партнерством, и, соответственно, участниками рынка могут быть только профессиональные участники рынка ценных бумаг, получившие лицензию ФКЦБ.* В отличие от фондовой биржи, в правилах ФКЦБ не содержится жесткого требования о том, что участниками рынка, созданного внебиржевым организатором торговли, могут являться только профессиональные лицензированные институты.	В розничных рынках, создаваемых АТС, могут участвовать как непосредственно инвесторы, так и, например, розничные брокеры, создающие потоки розничных заявок в специализированные торговые системы. Для прямого участия инвесторов необходимо внесение незначительных изменений в правила ФКЦБ
Минимальный размер собственного капитала АТС	В соответствии с правилами ФКЦБ** минимальный размер собственного капитала – 30 млн. руб.	Стоимость создания АТС оценивается в 200 – 400 тыс. долл.
Объекты торговли	Эмиссионные ценные бумаги (акции, облигации, муниципальные и государственные ценные бумаги).	Облигации предприятий, во вторую очередь – акции
Установление правил организации рынка, раскрытие информации и преодоление фрагментарности рынка	Общий порядок организации рынка и раскрытия информации, установленный правилами ФКЦБ, не ограничивает возможности создания АТС, содержит требования к наличию технологической документации, процедур допуска на рынок, правил торговли, надзора и т.п.	Могут быть установлены дополнительные требования о раскрытии информации о сделках через биржи с тем, чтобы не допустить усиления фрагментарности рынка

\*Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ (с последующими изменениями), Положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг”, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 4 января 2002 г. №1-пс (с последующими изменениями).

\*\* Постановление ФКЦБ России от 18 июля 2001 г. № 15 “О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг”.

*Перспективная модель альтернативной торговой системы* может быть описана следующими характеристиками: а) позиционирование АТС по продуктам, продуктовая структура АТС; б) организационно-правовая форма

АТС; в) учредители АТС; з) позиционирование АТС по инвесторам и участникам рынка; д) технология рынка; е) управление рисками АТС; ж) раскрытие информации и предупреждение фрагментарности рынка. Варианты решений по приведенным характеристикам АТС приведены ниже.

**Позиционирование АТС по продуктам (ценные бумаги, обращающиеся на рынке).** Как указывалось выше, с большой вероятностью в российских АТС будут преобладать долговые ценные бумаги (менеджмент большинства (60-70%) российских предприятий не заинтересован в размывании капиталов, в выявлении рыночной стоимости предприятий через рынок акций, за исключением случаев, когда осуществляется предпродажная подготовка предприятия). Прогнозируется следующая **продуктовая структура** АТС, которая могла бы быть привлекательной для розничных инвесторов:

- **50% - облигации и другие долговые обязательства предприятий.** При этом, учитывая интересы розничных инвесторов, особенно высокие требования к качеству ценных бумаг, обращающихся на розничных рынках, необходимо допускать на рынок ценные бумаги только тех эмитентов, которые работают прибыльно и имеют хорошую кредитную историю и длительную историю выплаты дивидендов. Например, по данным Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе, подготовленным по предприятиям с долей Москвы в акционерных капиталах, компании с высокой финансовой отдачей, владея всего ¼ активов, выплачивают 84% всех дивидендов и 64% всех налогов. Доля в 60% активов, приходящаяся на предприятия со средней финансовой отдачей, приносит остальную часть дивидендов - 15 и 35% налогов. Предприятия с низкой финансовой отдачей вносят в «общий котел» менее 1% дивидендов и налогов, зато их долги составляют более ½ от суммы задолженности предприятий с долей Москвы в акционерных капиталах;<sup>462</sup>

- **20%** - акции предприятий, обеспечивающих прибыльность, имеющих длительную историю выплаты дивидендов и хорошую кредитную историю;

- **30%** - облигационные займы Москвы, Санкт-Петербурга и, может быть, нескольких других городов, имеющих хорошую кредитную историю. При этом займы должны быть предназначены для распространения среди населения. Целями финансирования за счет средств займов должны являться социально зна-

---

<sup>462</sup> Департамент государственного и муниципального имущества г. Москвы, Департамент экономической политики и развития г. Москвы, Московское региональное отделение ФКЦБ России. Аналитическая записка к проекту постановления Правительства Москвы "О работе по выводу московских предприятий на рынок ценных бумаг и использовании новых финансовых инструментов для повышения эффективности экономики города". -М.: 2000.

чимые проекты, обеспечивающие прибыльность и необходимые источники для погашения займов, либо облигационные займы, имеющие закрепленные источники погашения из конкретных доходов бюджета указанных городов.

**Организационно–правовая форма АТС.** В этом качестве может быть выбрано **закрытое акционерное общество** как коммерческая организация, основной целью деятельности которой является получение прибыли.

**Учредители альтернативной торговой системы:** *а) первый вариант* - одна из московских фондовых бирж (например, ММВБ); *б) второй вариант* – профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие право на ведение брокерской и дилерской деятельности; *в) третий вариант* - смешанные учредители – (фондовая биржа + профессиональные участники рынка ценных бумаг, фондовая биржа + фондовая биржа); *д) четвертый вариант* - возможна АТС, структура капитала которой формировалась бы на свободной основе и не была бы связана с обязательным наличием лицензии у собственников на ведение профессиональной деятельности на фондовом рынке.

**Лицензирование.** АТС должна иметь **лицензию ФКЦБ** на организацию торговли ценными бумагами (“внебиржевой организатор торговли”).

**Позиционирование АТС по клиентуре (инвесторы, работающие на рынке).** Розничные инвесторы, квалифицированные пользователи Интернета, управляющие портфелями в пять – несколько сот тысяч долларов (самостоятельно или через электронных брокеров), принадлежащие к среднему классу и экономически активной части населения. По прогнозу, на 60-70% будут состоять из жителей Москвы, 5-10% - Санкт-Петербурга.

**Позиционирование АТС по участникам рынка.** Членство в АТС не будет закреплено только за брокерами - дилерами. Участниками – “членами” АТС должны быть как непосредственно **розничные инвесторы**, так и **розничные электронные брокеры**, создающие направленные потоки мелких заявок в АТС. Должна быть **исключена возможность** появления в торговой системе **институциональных заявок электронных брокеров**, пакетированных из заявок розничных клиентов. АТС должна работать на принципе “прямого доступа” в торговую систему, направления инвестором и брокером розничных заявок в нее в масштабе реального времени. Данная структура участников исключает появление на рынке институциональных инвесторов и крупных

заявок, вход на рынок которых мог бы существенно исказить цены, складывающиеся на рынке. Допуск на рынок АТС должен быть обусловлен двумя критериями: *а)* правовая дееспособность; *б)* открытие участником АТС счетов по расчетам в денежных средствах в расчетной кредитной организации и, соответственно, по расчетам в ценных бумагах – в расчетном депозитарии. АТС должна резервировать за собой право, как это делается в *RM- System в Чехии*, отказывать в приеме в участники АТС по иным основаниям, нежели правовая недееспособность и отсутствие счетов по расчетам за ценные бумаги.

**Иностранные участники АТС.** Иностранные физические лица должны иметь возможность стать участниками АТС. В дальнейшем может быть организован специальный сегмент рынка для обращения российских ценных бумаг с валютным номиналом (при решении вопросов, связанных с валютным регулированием и валютным контролем).

**Технология рынка.** Полностью электронный рынок, с предварительным депонированием денежных средств и ценных бумаг (электронный ввод ордеров, система прямого доступа розничных инвесторов на рынок, автоматические в режиме он-лайн аукцион, сверка, расчеты по денежным средствам и ценным бумагам, интернет-раскрытие информации о совершенных сделках), с использованием расчетной кредитной организации<sup>463</sup> и внешнего расчетного депозитария, предоставляющих услуги в режиме электронного интернет-доступа. **Вторичный рынок** может быть организован на основе двойного непрерывного или онкольного аукциона, **первичный рынок** – на основе голландского аукциона или размещения ценных бумаг по фиксированной цене (по технологии, используемой на ММВБ). **Отсутствие дилеров** (рынок является розничным или мелкооптовым, с мелкими партиями ценных бумаг, с множественным составом участников). Торговля – **исключительно в рублях**, ценными бумагами, которые имеют рублевые номиналы, лотами, составляющими по курсовой стоимости 1-5 тыс. рублей. **Виды приказов** - на первом этапе рыночные и лимитные (с созданием книги лимитных ордеров), с фиксированными сроками действия (один день, неделя, месяц и т.п.).

---

<sup>463</sup> Отдельные российские банки начали предоставлять услуги по открытию счетов на основе интернет-технологий и «домашнего банковского дела» (home – banking).

Для расчетов по ценным бумагам участники рынка (розничные инвесторы, розничные брокеры) должны открыть счета в расчетной кредитной организации и расчетном депозитарии. В отличие от сложившейся практики на рынке акций, розничные инвесторы – участники АТС будут иметь свои личные счета в расчетной кредитной организации и расчетном депозитарии.

**Управление рисками АТС.** В связи с розничным характером моделируемой АТС важнейшее значение имеет система управления рисками рынка. В частности, она должна включать в себя: *а)* 100-процентное депонирование денежных средств и ценных бумаг участниками торгов как ключевой элемент организации рынка; *б)* дневные лимиты повышения - понижения цены; *в)* лимиты на внутрисуточную приостановку торгов в случае значительных внутрисуточных колебаний цен; *г)* право на временное прекращение торговых сессий в условиях высокой финансовой нестабильности и при наступлении иных внешних рисков; *д)* систему надзора за манипулированием и соблюдением честности в торговых практиках; *е)* ограничения на размер партий, поступающих на рынок, запрещение проведения через розничных рынок блоков ценных бумаг и деятельности на рынке от собственного имени крупных инвесторов; *ж)* выбор надежной кредитной организации, способной обеспечить хранение денежных средств розничных клиентов с минимальными рисками.

**Поддержание целостности и информационной эффективности фондового рынка, предупреждение его фрагментарности** обеспечивается следующим: *а)* на первом этапе - цены сделок в АТС должны быть раскрыты в масштабе реального времени через фондовую биржу, являющуюся учредителем АТС, либо – при отсутствии таковой – через ММВБ и РТС; *б)* на втором этапе (с появлением в России *межбиржевого сегмента* с раутингом ордеров на рынки, где в данный момент сложились лучшие ценовые условия) – АТС должна обеспечивать возможность передачи ордеров клиентов для исполнения другим фондовым биржам и организаторам торговли в том случае, если на рынках последних сложились лучшие ценовые условия, чем на рынке АТС).

**Модель АТС на первичном рынке.** Подобная система может быть создана при любом из российских электронных брокеров – дилеров, она не требует специального лицензирования, представляя, по сути, автоматизацию функции распределения вновь выпущенных ценных бумаг среди розничных

инвесторов: *а)* открытие и ведение через Интернет автоматических счетов розничных и институциональных клиентов, на которые могут быть зачислены ценные бумаги по результатам первичных размещений; *б)* предложение клиентам по фиксированным ценам различных открытых размещений ценных бумаг; *в)* автоматический интернет-ввод приказов на покупку размещаемых ценных бумаг по объявленным ценам (прямой доступ к первичным размещениям); *г)* автоматическое совершение сделок и зачисление ценных бумаг на счет; *д)* автоматические депонирование и перевод денежных средств за приобретенные ценные бумаги; *е)* доставка клиентам аналитической информации об эмитентах ценных бумаг и рисках, связанных с ними; *ж)* распределение эмиссии по счетам клиентов и зачисление выручки на счет эмитентов; *з)* раскрытие инвесторам информации о размещаемой эмиссии (проспекта эмиссии) и итогов размещения; *и)* взимание платежей за андеррайтинг и комиссий, выполнение брокерских поручений по перепродаже приобретенных ценных бумаг на вторичном рынке; *к)* создание книги лимитных ордеров при первичном размещении («личная» книга лимитных ордеров будущего розничного инвестора, с размещением в ней лимитных приказов («купить не выше такой-то цены такое-то количество ценных бумаг») по тем эмиссиям, в которых он заинтересован (с возможностями последующего изменения или отмены приказов).

### ***Создание розничной сети центров интернет - трейдинга***

Как следует из анализа, проведенного выше (см. *пункты 2.3, 3.1*), одна из **ключевых проблем** российского рынка ценных бумаг состоит в привлечении денежных ресурсов розничных инвесторов, в создании финансовых инструментов и механизма перераспределения через рынок этих ресурсов на цели инвестиций. Одно из решений этой проблемы - развитие предложения интернет-финансовых продуктов, связанных с обращением ценных бумаг и сопутствующими услугами. Экспертная характеристика предложения финансовых интернет –продуктов на внутреннем фондовом рынке дана в *табл. 4.14*.

*Таблица 4.14*

#### ***Структура предложения финансовых интернет –продуктов на внутреннем рынке***

Виды интернет- финансовых продуктов	Характеристика предложения
Интернет – брокерские системы	Имеются или внедряются у 80-100 брокерских фирм и банков (прежде всего,



	для работы в системе прямого доступа ММВБ)
Интернет – инвестиционные банки (первичный рынок)	Отсутствуют
Интернет - страхование	Единичные предложения
Интернет - банкинг	По оценке, до 7-10 коммерческих банков
Интернет – паевые фонды	Отсутствуют (за исключением нелицензированных)
Финансовое интернет - консультирование	Отсутствует
Фондовые биржи с прямым доступом	ММВБ – крупнейший рынок страны. Другие торговые площадки объявили о создании систем прямого доступа.
Альтернативные торговые системы с прямым доступом	Отсутствуют (за исключением нелицензированных)
Информационно – аналитические продукты	До 3-5 отечественных информационно – аналитических агентств, ориентированных на обслуживание бизнеса, деятельность которых осуществляется на всей территории страны; 2-3 международных агентства, имеющих дочерние подразделения в России
Правовые системы	2 правовые системы, имеющие национальные масштабы в распространении
Региональные центры интернет – инвестирования, bucket shops для розничных инвесторов с поставкой фондовой информации в режиме реального времени	Единичные примеры (Москва, Санкт-Петербург, Ростов, Иркутск, Екатеринбург и др.). Обычно это розничный зал, похожий на bucket shops в США начала века, <sup>464</sup> в которых «финансовая толпа» собиралась, спекулировала на акциях, следя за курсами на телеграфной ленте и отдавая приказы служащим брокера за стойкой. Сейчас розничные инвесторы следят за биржевым монитором. Создаются либо как структурные подразделения брокерских компаний и банков, либо в качестве коммерческих проектов частных инвесторов, среди которых есть брокеры-дилеры
Трейдинговые залы (торговля валютой, иностранными фондовыми ценностями)	Существуют примеры создания профессиональных трейдинговых залов, открытых для частных инвесторов или трейдеров небольших финансовых компаний, не способных нести самостоятельно издержки по созданию инфраструктуры, для совершения операций FOREX или с иностранными фондовыми ценностями (например, АКМОС –трейд)

Из *табл. 4.14* следует:

-уже в настоящее время (2001-2002 гг.) *существует минимальный набор продуктов финансовой интернет-коммерции*, который может быть предложен розничным инвесторам в «национальном масштабе»;

*-отсутствуют розничные сети*, которые могли бы стать дистрибьютором продуктов финансовой интернет-коммерции. По нашему убеждению, хотя специальный анализ в этой области не проводился, подобные сети отсутствуют и в отношении большинства продуктов других видов электронной коммерции (прежде всего, программных и информационных продуктов). При этом по оценкам руководителей брокерских компаний и центров интернет–трейдинга, создание таких центров в регионах является пока убыточным, может быть рассчитано, прежде всего, на перспективу.

*Возможности создания розничных сетей продуктов финансовой интернет–коммерции.* Ограниченность спроса населения на российском фондовом рынке показывает, что подобные проекты будут жизнеспособными (при-

<sup>464</sup> Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. - М.: Олим-Бизнес, 1999 – 470 с.

быльными, обладающими возможностью развиваться) только в том случае, если будут включать в себя несколько *ключевых бизнес-идей и групп продуктов*:

*-создание сети столичных (в первую очередь) и региональных центров инвестирования и интернет-трейдинга* в качестве *розничных «супер-маркетов»* для продуктов финансовой и иной электронной коммерции (на основе прямых инвестиций или франчайзинга). Сеть должна формироваться в межрегиональном или национальном масштабах, на основе постепенного, на базе пилотных проектов охвата крупных городов России;

*-получение от оптовых поставщиков* финансовых и других интернет-услуг *крупных скидок* на свою продукцию, распространение ее в регионах с дисконтами для розничных потребителей, создание уникального *пакета партнерских договоров на дистрибьюцию* интернет-продуктов;

*-совмещение розничных магазинов* финансовой интернет-коммерции (центров инвестирования и интернет – трейдинга) с *«финансовыми интернет-кафе», «инвестиционными интернет-клубами»*, оказывающими обычные интернет-услуги розничным клиентам и на этой основе улучшающими доходную часть проекта; их совмещение с *центрами раскрытия информации*, создаваемыми в регионах, *трейдинговыми залами*, в которых в аренду сдаются рабочие места, *биржевыми кафе* (местами встречи брокеров, трейдеров), расширяющими доходную базу проекта;

*-идеологический, социальный и образовательный элемент проекта* – создание «домов финансовых знаний», «финансовых библиотек» – таких же региональных центров финансовой культуры, какими являются – в иных областях культуры – городской дом культуры, городская библиотека, городской театр.

По оценке, при подобной диверсификации услуг розничные центры интернет-трейдинга могут быть доходными и успешно развиваться.

***Структура розничного центра интернет-трейдинга:***

*Торговые и информационные модули*

<p align="center"><b>Дистрибутирование информационных систем</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-правовые системы</li> <li>-новостная информация (российские (центральные и региональные) и иностранные информационные агентства)</li> <li>-состояние рынков в режиме реального времени</li> <li>-оперативная аналитическая информация</li> <li>-базы финансовых знаний</li> <li>-специальные средства обработки финансовой информации (типа CQG)</li> <li>-платные базы аналитических финансовых данных (об эмитентах, о ценных бумагах и т.д.)</li> <li>-финансовая библиотека (электронная финансовая пресса и книги), платная профессиональная видеотека</li> </ul>	<p align="center"><b>Прямой доступ к торговым системам через электронных брокеров, дистрибутирование интернет-брокерских продуктов</b></p> <p align="center"><b>Ценные бумаги</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-ММВБ (шлюз), РТС</li> <li>-региональные валютные биржи</li> <li>-региональный рынок (если существует)</li> </ul> <p align="center"><b>Срочные рынки</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-ММВБ, РТС</li> </ul> <p align="center"><b>Валютные рынки</b> (в разрешенных случаях)</p>	
<p align="center"><b>Аренда торговых мест для «обычного» и интернет-трейдинга</b></p> <p align="center"><b>Клиентский зал для региональной брокерской компании</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bucket shop (прилавок лицензированного брокера)</li> <li>• Самостоятельная работа клиентов за информационными терминалами</li> </ul>	<p align="center"><b>Дистрибутирование других финансовых и смежных с ними продуктов интернет-коммерции</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Интернет – банкинг</li> <li>• Интернет-страхование</li> <li>• Интернет- паевые фонды</li> <li>• Финансовые игры</li> <li>• Дистанционное образование</li> </ul>	<p align="center"><b>Региональный центр раскрытия информации</b></p> <p align="center">(создание предусмотрено российским законодательством)</p>

### *Социальные модули*

<p align="center"><b>Образовательная программа</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Личные финансы</li> <li>• Инвестирование на финансовом рынке</li> </ul> <p align="center"><b>Инвестиционное консультирование физических лиц – акционеров и инвесторов в долговые ценные бумаги (в т.ч. интернет-консультирование)</b></p>	<p align="center"><b>Финансовое интернет-кафе</b></p> <p align="center"><b>Интернет-клуб по интересам</b> (финансовое сообщество)</p> <p align="center"><b>Инвестиционный клуб</b></p> <p align="center">“Дом финансовых знаний” (доступ к бесплатным источникам финансовой информации)</p>	<p align="center"><b>Биржевое кафе</b> (место встречи брокеров, трейдеров)</p>
---	---	--

### *Поддерживающий бизнес*

<p align="center"><b>Обычное интернет - кафе:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Платный доступ в Интернет</li> <li>• Офисные работы</li> <li>• Услуги кафе</li> </ul>	<p align="center"><b>Региональное представительство интернет-компаний, работающих в области информационного, консультативного и финансового бизнеса</b></p>	<p align="center"><b>Прочие услуги и продукты</b></p> <p align="center">Доступ к любым другим интернет – продуктам (с системой скидок)</p>
--	---	--

### *Международные модули*

<p align="center">Системы прямого доступа на зарубежные организованные рынки, торговые станции и специализированные информационные продукты, обеспечивающие интернет-трейдинг на зарубежных рынках (в случаях, разрешенных законодательством)</p>
---

**Макроэкономическое и региональное значение** подобных проектов определяется следующим. При их реализации будет достигнут также ряд **общеэкономических** (укрепление ликвидности фондового рынка, создание его современной технологической инфраструктуры), **социальных и образовательных целей** (распространение финансовых знаний и финансовой культуры). В частности, будут **привлечены** дополнительные денежные ресурсы населения на цели инвестиций, **ослаблено** перемещение торговой активности на зарубежные финансовые рынки, **достигнут** социальный эффект (**расширение** круга собственников, **появление** инвесторов, умеющих грамотно работать с собственными средствами, ориентироваться на повышение и сохранение доходов своей семьи,

*развитие* финансовой культуры населения, *рыночное образование* населения и, как следствие, более *позитивное отношение* к рыночно-ориентированной политике властей, более устойчивая социальная ситуация).

*Роль государства в развитии розничных сетей для интернет-трейдинга:* а) поощрение фондовых бирж в соучреждении указанных розничных сетей и инвестировании в них средств; б) прямое участие государства (на федеральном и региональном уровнях) в капиталах розничных центров для интернет-трейдинга (опыт создания Московского фондового центра с участием средств Москвы), создание в ближайшие годы вместе с участниками рынка не менее 100-150 таких центров; в) реализация программ поддержки подобных проектов, с предоставлением имущественных и налоговых региональных льгот.

#### **4.3.3. Содействие эмитентам в привлечении инвестиций на фондовом рынке**

Как уже указывалось, в *90-е годы* в России была создана *современная инфраструктура фондового рынка*, которая позволяет перераспределять с его помощью свободные денежные ресурсы на цели долгосрочных инвестиций и модернизации российских предприятий. На рынке ценных бумаг был получен первый опыт оценки и передачи прав собственности, улаживания конфликтов интересов, привлечения предприятиями денежных средств на цели развития. Вместе с тем (см. *пункты 2.3, 3.1*), в работе рынка проявились и *негативные факторы*: фондовый рынок не стал масштабным источником денежных ресурсов, покрывающим значимую часть потребности реального сектора в инвестициях; отсутствует массовый интерес предприятий к выходу на фондовый рынок; этот рынок как механизм перераспределения денежных ресурсов несет в себе значительные искажения и диспропорции; инвесторами в существенной мере утрачено доверие к рынку, ослаблены экономические стимулы для инвестирования в ценные бумаги. Эта *проблемная ситуация не может быть урегулирована самим рынком*. На таком формирующемся рынке, каким является Россия, государство не может выполнять только те задачи, которые свойственны ему на развитых рынках (раскрытие информации, предупреждение конфликтов интересов, защита прав акционеров).

Сама **возможность массового выхода предприятий на рынок ценных бумаг** за денежными ресурсами для инвестиций зависит от **перехода** государства к финансовой и денежной политике стимулирования экономического роста (см. **пункт 4.2.1**), **реструктурирования** рынка ценных бумаг (см. **пункт 4.3.1**), создания новых рынков и финансовых инструментов (см. **пункт 4.3.2**), **появления стимулов** для внутренних инвесторов вкладывать денежные средства в отечественные фондовые ценности (см. **пункт 4.3.4**), развития культуры корпоративного управления (corporate governance) и др.

Вместе с тем должна существовать **политика государства**, относящаяся непосредственно к **эмитентам**, к работе с ними, к формированию **стимулов**, которые, при прочих равных, **подталкивали** бы российские предприятия к **поиску** денежных ресурсов на рынке ценных бумаг, к **снижению** за счет этого своих издержек на привлечение финансирования (в сравнении, например, с банковскими кредитами), к **получению** преимуществ ликвидности ценных бумаг при приемлемых уровнях риска и доходности. Размеры проблемы – отделенность российских предприятий от внутреннего фондового рынка – предполагают, что в рамках **долгосрочной программы развития фондового рынка** должна существовать как ее часть **программа вывода финансовым регулятором (ФКЦБ России и ее региональными отделениями) предприятий на фондовый рынок**. **Цель программы** – привлечение через рынок массовых инвестиций, прежде всего, долгосрочных, на цели **модернизации экономики** - в инвестиционные проекты и на пополнение оборотных средств российских предприятий. **Программная задача ФКЦБ России - содействие** эмиссиям ценных бумаг, связанным с финансированием инвестиционных проектов, выходу новых компаний на фондовый рынок, максимальное облегчение эмиссий небольших венчурных компаний.

Еще одна **цель** – постепенное **изменение “модели” или “концепции” предприятия**, развитие в России **новых ориентиров** для собственников и менеджеров предприятий. Как указывалось выше, в российской экономике преобладает **германо-японская модель предприятия** в “урезанном виде”, не включающая рост качества в качестве ориентира развития. Эта модель нацелена на **рост производства и увеличение денежных потоков**, формируемых **предприятием**, в качестве основы для реализации экономических интересов

собственников. Указанная концепция предприятия должна всё в большей мере сочетаться с распространением среди собственников *новых взглядов на природу предприятия* и на возможные способы удовлетворения своих экономических интересов, когда во главу угла ставится рост *рыночной стоимости компании на публичном рынке акций компании* (англо-американская модель предприятия в рамках “капитализма акционеров” (“shareholder capitalism”). По косвенным признакам можно судить, что этот *подход* находит *всё большее распространение* в России среди контролирующих собственников: они нуждаются в том, чтобы иметь текущую рыночную оценку активов, которыми владеют, чтобы активы были оценены при предпродажной подготовке предприятия (многие российские компании прошли через несколько сделок с контрольными пакетами и смен контролирующих собственников). Известность получил опыт Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе по выводу предприятий Москвы на фондовый рынок.<sup>465</sup>

Международной практике известны *административные решения*, используемые государством и обеспечивающие рост публичного обращения корпоративных ценных бумаг<sup>466</sup> - *обязанность* для приватизированных компаний публичного обращения акций на бирже (Чехия); *установление* для эмитента минимальной доли акционерного капитала, которая должна быть публично размещена; *обязанность* при приватизации разместить часть акций среди розничных инвесторов (Аргентина, ЮАР); *обязанность* при размещении акций продавать установленную часть розничным инвесторам (Сингапур) и др.

*Программа государства по организации вывода эмитентов на рынок ценных бумаг* могла бы иметь следующее содержание. *Количественные ориентиры - привлечение в 2002 – 2003 гг. через программы вывода предприятий на рынок ценных бумаг 7–8 млрд. долл. на цели инвестиций в реальный сектор*, что будет первым крупным шагом к финансированию промышленного подъема через фондовый рынок. При этом государство (от его имени - *ФКЦБ России*) должно решить следующие задачи:

---

<sup>465</sup> Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. - М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ, 1999.

<sup>466</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). “Measures to Disseminate Stock Property”, May 1999.

**-инвентаризация** в 2002 – 2003 гг. не зарегистрированных в государственных органах выпусков эмиссионных ценных бумаг, **усиление** санкций в этой области, **проведение** кампании по завершению регистрации акционерными обществами выпусков ценных бумаг. **Установление** обязательности и завершение в 2002 – 2003 гг. выпуска дополнительных акций под добавочный капитал, образовавшийся в связи с переоценкой основных фондов;

- ежегодный **вывод** государством в 2002 – 2004 гг. на организованный фондовый рынок не менее **50-70 крупных российских предприятий** под инвестиционные проекты, программы реструктуризации, диверсификации собственности, привлечения акционерного и заемного капитала. Речь идет, прежде всего, о тех предприятиях, в которых государство является собственником долей в акционерных капиталах (**пример** – реализуемая в 1999 – 2000 гг. **программа** Правительства Москвы по выводу московских предприятий на организованные рынки ММВБ и РТС). Было бы важным заключить и реализовать **соглашение** государства, саморегулируемых организаций, фондовых бирж с группой эмитентов и брокеров-дилеров о выводе предприятий на фондовый рынок и поддержке ликвидности их ценных бумаг;

Сейчас наблюдается ситуация, характерная для небольшой развивающейся страны, но совершенно недопустимая для индустриальной: обращение на рынке акций считанных единиц компаний. Поэтому, если бы **ФКЦБ России** поставила своей **целью на 2002 – 2003 гг. увеличить число эмитентов, чьи акции являются ликвидными, в сравнении с сентябрем 1997 г.** (пик развития российского рынка ценных бумаг) на 50- 80%, то это означало бы добросовестную попытку оживления рынка и создания потенциала роста инвестиций и капитализации. **Программы вывода предприятий на фондовый рынок** должны содержать **следующие элементы:** а) организация листинга и котировок (вначале информационных, затем твердых); б) создание специальных баз и потоков данных по раскрытию информации о предприятиях, являющихся объектами инвестирования; в) формирование пулов банков и брокерских компаний по поддержанию ликвидности рынка; г) программы работ с инвесторами, включая образовательную часть; д) управление пакетами акций выводимых предприятий, находящимися в государственной собственности, включая приватизационные процедуры; е) заключение соглашений с предприятиями и подготовка для них программ вывода, которые будут включать раскрытие финансовых и производственных политик предприятий, дивидендной политики, политики в области корпоративного управления, инвестиционных проектов и планов привлечения под них средств, в том числе на основе выпуска ценных бумаг, обязательства по раскрытию информации, планы по переходу на международные стандарты учета; ж) дополнительные выпуски финансовых инструментов,



предназначенные для публичного обращения и ориентированные на конкретные группы инвесторов, и т.д. *Соглашение государства* (в лице ФКЦБ РФ), *саморегулируемых организаций*, ММВБ и РТС с группой *10-15 крупных эмитентов* могло бы включать положения о выводе ими в 2002 – 2003 гг. на рынок *акций и облигаций*, предназначенных для *розничных инвесторов*, о *диверсификации* ими *структуры акционерного капитала*, о реализации программы мер по защите интересов мелких акционеров и улучшению корпоративного управления, о *наращивании акционерного капитала* как источника средств для финансирования развития предприятий, в т.ч. за счет распределения добавочного капитала среди акционеров.

*-поддержка* государством отобранного ряда *20-30 крупнейших инвестиционных проектов и программ реструктуризации* известных российских эмитентов, обеспечивающих прирост ВВП в сопоставимых ценах не менее чем на *4-5%*, в организации финансирования за счет выпуска ценных бумаг и размещения их среди отечественных и иностранных инвесторов, *оказание* эмитентам, инвесторам и другим участникам инвестиционных проектов содействия со стороны государства на всех стадиях организации и финансирования проектов, в том числе при размещении на первичном рынке. Лучшая защита инвесторов – не дальнейшее утяжеление регулятивной инфраструктуры рынка, а содействие росту эмиссий под инвестиции, разогреву фондового рынка, свойственного постоянно экономическому подъему;

Необходимо, чтобы ФКЦБ России выделила *ключевые и крупнейшие инвестиционные проекты*, имеющиеся у наиболее известных российских эмитентов, и осуществила добросовестную попытку помощи - от имени и под покровительством государства- в привлечении средств внутренних инвесторов на эти проекты путем эмиссии и обращения ценных бумаг. *Ежедневная работа с эмитентами* по крупнейшим инвестиционным проектам, *организация* совместно с ними первых эмиссий, объединение российских финансовых посредников для продвижения новых ценных бумаг на рынок, *контроль* за исполнением эмитентами взятых на себя инвестиционных обязательств - всё это функции, несвойственные комиссиям по ценным бумагам, но в условиях формирующегося фондового рынка являющиеся нестандартными решениями, содействующими его развитию и предупреждению кризисных ситуаций. Если бы ФКЦБ России приняла на себя *задачу ежегодно выводить на первичный рынок ценных бумаг инвестиционные проекты стоимостью в 4-5 млрд. долл.* и если бы комиссия поставила аналогичные (по существу, но не объемам) задачи перед своими региональными отделениями, то этим был бы внесен существенный вклад в создание в России возможностей экономического роста.

*-поощрение* государством наиболее быстро растущих и венчурных компаний, прежде всего, в научно-технической, информационной и производствен-

ной сферах, в части финансирования их развития за счет выпуска ценных бумаг, в том числе обеспечивая создание системы информации о молодых компаниях роста, упрощая порядок эмиссии, поощряя и облегчая выход их ценных бумаг на зарубежные рынки, создавая в России сегменты организованного рынка для акций таких компаний. Целесообразно подготовить и реализовать **в 2002 – 2004 гг.** в качестве пилотных проектов **программу поддержки и вывода на фондовый рынок 4-10 молодых компаний**, созданных **в 90-е годы**, работающих **в сфере инноваций и высоких технологий**, а также **средних компаний**, демонстрирующих **высокие темпы роста**;

- осуществление **10-20 пилотных проектов** по выходу предприятий на фондовый рынок с целью привлечения средств под инвестиционные проекты с тем, чтобы создать и раскрыть для общего пользования **нормативные технологии**: подготовки инвестиционных проектов, создания центров инвестиционного проектирования под будущие эмиссии, проектного финансирования и конструирования эмиссий ценных бумаг, андеррайтинга, организации корпоративного управления, трансформации учета в соответствии с международными стандартами раскрытия информации, управления корпоративными эмиссиями;

- **содействие** развитию рынка **корпоративных облигаций** (прежде всего, под инвестиционные проекты), **коммерческих бумаг** и других долговых ценных бумаг предприятий, которые позволили бы финансировать оборотные средства в ликвидной, регулируемой и с меньшими рисками форме; сокращение на этой основе неорганизованного вексельного оборота;

- **снятие** ограничений на свободный оборот акций РАО “Газпром” в торговых системах внутри России (цель - снижение фрагментарности рынка, обеспечение условий для справедливого рыночного ценообразования);

- **создание** системы государственной информационной поддержки рынка ценных бумаг и инвестиций в реальный сектор, обеспечивающей раскрытие позитивных сведений о российских предприятиях и организациях в мировых и отечественных информационных системах;

- **налоговое стимулирование** предприятий –эмитентов **а)** налоговое стимулирование выпуска корпоративных ценных бумаг (снижение или отмена налога на операции с ценными бумагами, взимаемого при их эмиссии); **б)**налоговое стимулирование инвестиций в ценные бумаги (см. **пункт 4.3.4**);

-введение **обязательного совершения** и регистрации **оптовых сделок** (например, на сумму свыше 150-200 тыс. долл.) с ценными бумагами крупных эмитентов через **биржи** (в режиме торговли крупными пакетами акций);

-введение **обязательного котирования** крупными предприятиями своих акций через российские **биржи**, например, обязательный листинг с 2002 г. на биржах (пусть даже во внесписочных листах) открытых акционерных обществ, имеющих собственные средства в размере свыше 10 млн. долл.

**Снижение регулятивных и временных издержек эмитентов.** Ресурсы ФКЦБ России, по оценке, недостаточны для того, чтобы обеспечить достаточную пропускную способность для регистрации эмиссий. Средний срок рассмотрения документов на эмиссию ценных бумаг составляет от 45 до 60 дней, при нормативном сроке 30 дней.<sup>467</sup> Поэтому важной задачей является снижение регулятивных и временных издержек **малых и средних компаний** (наиболее инновационный и динамичный сегмент бизнеса) при выпуске ценных бумаг. Малые эмиссии (объемом, например, до 1 млн. долл.), носящие разовый характер, предназначенные для размещения среди малого числа инвесторов (например, до 30-50 лиц), не связанные с перераспределением собственности на крупных предприятиях, могут быть освобождены от регистрации или осуществлять ее облегченным и ускоренным порядком (exempt securities в США включают эмиссии размером до 5 млн. долл. и другие разновидности ценных бумаг, в том числе муниципальные ценные бумаги, финансовые инструменты, не имеющие широкого рынка).<sup>468</sup>

Другой способ сокращения регулятивных издержек – введение **«полочной регистрации»** (возможность для эмитента разместить свои ценные бумаги на первичном рынке в течение 2 лет после регистрации в тот момент, когда для этого будут подходящие рыночные условия).<sup>469</sup>

В связи с многочисленными жалобами предприятий<sup>470</sup> должен быть проведен анализ **обязательной отчетности мелких эмитентов**, с точки зрения избыточности и дублирования информации, излишних регулятивных издержек (публичный интерес представляет, прежде всего, отчетность крупных акцио-

<sup>467</sup> Игнатов И.В. Магистерская диссертация «Корпоративные эмиссии ценных бумаг».- М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – С. 48.

<sup>468</sup> United States Securities and Exchange Commission Regulation D “Rules Covering the Limited Offer and Sale of Securities Without Registration Under the Securities Act of 1933” (www.sec.gov).

<sup>469</sup> United States Securities and Exchange Commission Regulation C, Rule 415 “Delayed or Continuous Offering and Sale of Securities”.

нерных обществ с раздробленными капиталами, чьи акции способны обращаться на организованных рынках). *Система отчетности эмитентов* должна быть *адекватна способности ФКЦБ России* обеспечить *раскрытие* этой информации. По оценке, с учетом опыта работы с электронной базой данных ФКЦБ в Интернет, эта операционная способность регулятора ограничена.

*Политика допуска ценных бумаг резидентов к обращению за рубежом.* С целью поощрения внутреннего обращения ценных бумаг целесообразно разрешить в 2002 – 2005 гг. допуск ценных бумаг резидентов, включая депозитарные расписки, к обращению на иностранных рынках только при условии получения ими листинга по акциям и облигациям на внутренних организованных рынках.<sup>471</sup> Осуществлять (и поощрять) допуск к прямому обращению за рубежом акций преимущественно тех российских эмитентов, которые являются компаниями малой капитализации («молодые компании роста», высокотехнологичные компании), для обращения на внешних специализированных рынках, созданных для этих классов эмитентов.

#### **4.3.4. Стимулирование спроса инвесторов на ценные бумаги**

##### ***Количественные ориентиры***

*Основная цель* в ближайшие годы – *ослабить* зависимость российского фондового рынка от спекулятивных иностранных инвесторов, *расширить* внутреннюю ресурсную базу рынка, *укрепить* участие внутренних инвесторов в формировании стоимости ценных бумаг и использовании средств, привлеченных через фондовый рынок, для инвестиций в реальный сектор.

*Розничные инвесторы.* Как указывалось выше (см. *пункт 2.3*), в России розничные инвесторы *отделены* от фондового рынка. Об этом свидетельствуют *оптовая структура* собственности, ориентированная на *торговлю блоками*, *отсутствие* розничных брокеров, *дискриминация* мелких акционеров эмитентами, включая массовые нарушения их прав и постоянную невыплату дивидендов, *отсутствие* эмиссий ценных бумаг, рассчитанных на привлечение розничных накоплений. Такие эмиссии в 90-е годы были *единичными* (в начале десятилетия были созданы громкие финансовые пирамиды).

---

<sup>470</sup> Предложения предприятий – эмитентов по обеспечению их эффективной деятельности на рынке ценных бумаг // Индикатор. – 2000. - №1.

*Средний размер сделки* в РТС (ведущем рынке акций в 90-е годы) долгое время составлял свыше 50-100 тыс. долл., что делало сделки недоступными для розничных инвесторов. *Доли процента* денежных доходов населения вкладывались в 90-е годы в ценные бумаги. До кризиса 1998 г. де-факто *перестали существовать* или были реорганизованы созданные в период массовой приватизации примерно *600 чековых инвестиционных фондов* (с огромными потерями для населения). После кризиса 1998 г. и до 2001 г. оказались *замороженными* операции нескольких десятков паевых инвестиционных фондов, созданных на волне роста курсов акций в 1996 - 1997 гг.

Как уже указывалось (см. *пункт 2.3*), более 60 млрд. долл. наличных сбережений мелких инвесторов внутри России и часть российских капиталов, вывезенных за рубеж (которые также всегда персонифицированы), формируют большую часть *денежных ресурсов* внутренних инвесторов, *пригодных для инвестирования* в фондовые ценности внутри страны. Как следствие, *задачей государства* должно быть *усиление роли внутренних розничных инвесторов*, доведение их доли на рынке до *20-30% объема* рынка, привлечение на фондовый рынок *не менее 15-20% сбережений*, находящихся внутри страны в наличной иностранной валюте. Соответственно, в рамках политики стимулирования внутренних розничных инвесторов необходимы *экстраординарные меры*:

*-рассмотренные выше меры косвенного действия: снижение* рыночного риска (см. *пункт 4.1.3*), *защита* прав инвесторов от нечестных торговых практик и практик продаж финансовых продуктов, *восстановление* их доверия к ценным бумагам, *создание* розничных торговых систем (см. *пункт 4.3.2*), обеспечение справедливого, эффективного и информационно прозрачного фондового рынка, *стимулирование* работы брокеров с розницей, *обеспечение* должной защиты прав меньшинства акционеров и должного уровня корпоративного управления (corporate governance), *создание* рынков для небольших растущих компаний и *стимулирование* их (если они находятся в собственности семьи или узкого круга контролирующих акционеров) к преобразованию в открытые акционерные общества с публичным размещением акций (см. *пункты 4.2.3, 4.3.2*); *развитие* созданной ФКЦБ России общедоступной и бесплатной системы раскрытия информации о предприятиях в Интер-

---

<sup>471</sup> Это предложение уже реализовано ФКЦБ России в ноябре 2001 г.

нет (рост числа обществ, по которым раскрывается информация, до 20-25% российских открытых акционерных компаний, преодоление неполноты информации, составляющей сейчас, по оценке, до 40-50% базы данных); **организация** совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг розничных сетей центров интернет-инвестирования для операций населения в российских регионах (см. **пункт 4.3.2**); **создание** системы преференций и льгот для профессиональных участников, ведущих клиентские операции с населением, и т.п.;

- **меры прямого действия**,<sup>472</sup> используемые в международной практике - **создание** возможностей для менеджеров и работников предприятия выкупа акций на льготных (включая налоговые стимулы) условиях, **установление** максимальной доли акционерных капиталов, которые могут приобрести институциональные инвесторы, **установление** срока при первичном размещении акций, в течение которого розничные инвесторы имеют право на преимущественное приобретение акций (Венесуэла), **создание** образовательных программ для инвесторов (к этому прибегают практически на всех рынках, в России известен опыт Регионального отделения ФКЦБ в Центральном федеральном округе), **установление** прямых каналов связи регулятора с инвесторами, возможностей прямой подачи жалоб, создание соответствующих структурных подразделений комиссии по ценным бумагам (этим занимаются практически все регуляторы фондовых рынков), **арбитраж** и **разрешение споров** между инвесторами и эмитентами, финансовыми посредниками (Чили, Корея, Тунис, Венесуэла), что, возможно, делает этот процесс более быстрым, дешевым и эффективным, чем в гражданском производстве. К указанным мерам относятся и решения, рассмотренные в **пункте 4.3.3**, например, **обязанность** для части эмитентов обращения акций на бирже (Чехия), **установление** минимальной доли акционерного капитала, которая должна быть публично размещена, **обязанность** при приватизации разместить часть акций среди населения (Аргентина, ЮАР), **обязанность** при первичном размещении акций продажи их установленной части розничным инвесторам (Сингапур);

-**введение** налоговых льгот для розничных инвесторов по доходам от корпоративных ценных бумаг (анализ см. ниже); **создание** системы государственного страхования и гарантирования розничных инвестиций в ценные бума-

ги; *налоговое* поощрение инвестиционных и опционных планов для расширения собственности работников на акции своих компаний;

- *укрупнение и реструктурирование* в 2002-2003 гг. инвестиционных и пенсионных фондов в соответствии с целевой программой, которая должна быть принята правительством.

**Иностранные инвесторы.** Ограничение роли спекулятивных иностранных инвесторов, поддержание доли краткосрочных иностранных инвесторов в размере не выше 15% любого сегмента рынка ценных бумаг. С этой *целью*:

- *запрещение* выражения рыночной стоимости ценных бумаг в валютном эквиваленте при их выпуске и обращении внутри страны;

- *запрещение* заключения сделок по ценным бумагам и перерегистрации прав собственности на них внутри страны с проведением денежных расчетов по сделкам по счетам за границей;

- *допуск* к обращению за пределами страны вновь выпускаемых негосударственных ценных бумаг, включая депозитарные расписки, в объеме не выше **5-10%** капитализации внутреннего рынка акций и рыночной стоимости долговых обязательств, находящихся в обращении;

- временное *ограничение* сделок на внутренних организованных рынках, хотя бы одной из сторон которых является нерезидент, 15%-ной долей в объемах рынка, если только сделки не совершаются в отношении крупных блоков, являющихся долгосрочными прямыми или портфельными инвестициями;

- одновременная *либерализация* доступа иностранных инвесторов к совершению операций в российских рублях на внутреннем рынке ценных бумаг, с использованием рыночных методов ограничения мгновенного вывода денег с рынка (см. *пункт 4.2.1*). Например, могут быть обеспечены *свободный ввод на внутренний рынок нерезидентами валютных денежных средств*, предназначенных для операций с корпоративными ценными бумагами резидентов, *конвертация* указанных валютных средств в российские рубли без ограничений, с одновременным *заключением* сна срок не менее шести месяцев срочных контрактов с Банком России, обеспечивающих возможности свободного вывода средств нерезидентами на основе обратной покупки иностранной валюты по валютному курсу, действующему на дату заключения срочного контракта. Со-

---

<sup>472</sup> International Organization of Securities Commissions (IOSCO). "Measures to Disseminate Stock Property", May 1999.



ответственно, должен быть разрешен *свободный вывод* нерезидентами валютных средств из России по истечении сроков и исполнении срочных контрактов, заключенных с Банком России. На этой основе обеспечивается свободное совершение нерезидентами сделок с корпоративными ценными бумагами на внутренних организованных рынках в пределах сроков срочных контрактов, заключенных ими с Банком России. По желанию нерезидентов может быть осуществлено перезаключение срочных контрактов с Банком России на срок не менее шести месяцев по валютному курсу, действующему на дату перезаключения;

- обязательная *регистрация* через организованные рынки ценных бумаг крупных сделок блоками, осуществляемых долгосрочными прямыми или портфельными иностранными инвесторами без ограничения *15%*-ной долей рынка, с указанием цели сделки как долгосрочной инвестиции и согласия покупателя на запрет перепродажи ценных бумаг в течение года;

- налоговое *стимулирование* долгосрочных иностранных инвесторов (льготный налоговый режим по прямым инвестициям или долгосрочным портфельным инвестициям, анализ см. ниже);

- обязательная *маркировка* брокерами поступающих на организованные рынки приказов за счет и в интересах иностранных инвесторов.

*Внутренние корпоративные инвесторы.* Количественным ориентиром могло бы стать увеличение до 10-20% доли институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов) в собственности на ценные бумаги российских предприятий. В этой связи необходима поддержка *внутреннего корпоративного спроса* на ценные бумаги, связанные с инвестициями, в частности, установление *обязательной минимальной доли вложений* банков и кредитных организаций (например, 5% активов), страховых компаний и пенсионных фондов (8-10% активов), паевых инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов в акции и корпоративные облигации, обращающиеся на организованных рынках, прошедшие национальный рейтинг, средства от размещения которых используются эмитентами на инвестиции в производство.

### *Налоговое стимулирование инвесторов в ценные бумаги*

В условиях дефицита инвестиций и высоких рисков на рынке ценных бумаг создание сильных налоговых стимулов, в значительной мере компенсирующих указанные риски, является одним из наиболее сильных инструментов побуждения **населения** к вложению накопленных долларовых сбережений в акции и облигации российских предприятий. Вместе с тем, подобную же попытку можно сделать в отношении **инвесторов - юридических лиц**, поскольку предприятия под влиянием налогового бремени искусственно занижают прибыльность, отказываются на практике демонстрировать финансовые накопления, которые могли бы вкладывать в свое собственное развитие или в капиталы других предприятий. В этой связи вопрос о налоговых стимулах для предприятий по вложениям средств в корпоративные ценные бумаги также актуален.

В настоящее время **большинство методов налогового стимулирования инвесторов** в ценные бумаги, известные в международной практике, **в России не используются. Сравнительный анализ российской и зарубежной практики стимулирования инвесторов в акции** проведен в **приложении 21**.<sup>473</sup>

**Рекомендации по налоговому стимулированию внутренних инвесторов.** Анализ, содержащийся в **приложении 21**, показывает необходимость изменить налоговую практику, сложившуюся на российском фондовом рынке. Необходимо использовать международный опыт налогового стимулирования внутренних инвесторов для вложения средств в отечественные корпоративные ценные бумаги. Речь идет, по сути, о создании в 2002 – 2004 гг. **системы налогового стимулирования** отечественных и долгосрочных (прямых и портфельных) иностранных инвесторов по вложению средств в российские акции, долговые ценные бумаги, выпускаемые для финансирования инвестиций в сфере науки, производства и обращения продукции. Система налогового стимулирования должна предусматривать значительное **сокращение налоговых ставок или отмену налогов** по дивидендам и другим доходам, получаемым по ценным бумагам, выпущенным предприятиями приоритетных отраслей или групп бизнеса.

Интересно, что в дореволюционной России сбор с доходов от денежных капиталов, который был по существу основным налогом в области ценных бумаг, составлял 5% сумм дивидендов и про-

---

<sup>473</sup> Для анализа налоговой практики использованы материалы Международного общества администраторов ценных бумаг (International Society of Securities Administrators Handbook. 1998- 1999), справочные системы по налогам компаний PriceWaterhouseCoopers (<http://www.pricewaterhousecoopers.co.uk/>), Deloitte Touche Tohmatsu (<http://www.deloitte.com/tax/>), Danziger's Foreign Direct Investment (<http://www.danzigerfdi.com/tax/>) и др.

центов по любым видам акций и облигаций, для любых держателей ценных бумаг – отечественных или иностранных. Существовала практика полного освобождения от взимания сбора с учетом инвестиционных приоритетов правительства. Например, были освобождены от обложения дивиденды по акциям некоторых железных дорог, проценты по корпоративным облигациям, размещенным за границей, если они не были гарантированы правительством, и др.<sup>474</sup>

Соответственно, необходимо рассмотреть возможности создания в *российской практике* системы налогового стимулирования инвестиций в акции:

**-полное или частичное освобождение** розничных инвесторов от **подходного налога**, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), оптовых инвесторов (юридических лиц) от **налога на прибыль**, формируемую акциями, предоставление налогового кредита на уплату налогов на указанные доходы. Примеры возможных льгот: освобождение дивидендов, полученных от юридических лиц – резидентов, от налога на прибыль и от подходного налога, если их акции имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках (стимулирование развития биржевой торговли, дающей возможность выявить справедливую рыночную стоимость). Сокращение до ставки 5% обложения положительных курсовых разниц налогом на прибыль и подходным налогом по ценным бумагам, выпущенным резидентами, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках;

**-возможность** переноса на несколько лет вперед отрицательных курсовых разниц для розничных и оптовых инвесторов (что дает возможность зачета их в годы растущей курсовой стоимости);<sup>475</sup>

**-введение целевых налоговых льгот** (освобождение от налога, применение пониженной налоговой ставки), направленных на поощрение: **долгосрочных инвестиций в акции** (льготы применяются в том случае, если акции держатся владельцем в течение определенного срока), **неспекулятивных прямых инвестиций** (льготы применяются, когда инвестор владеет не менее определенной доли бизнеса), **инвестиций в определенные акции** (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурных компаний), **вывода акций на организованные рынки** (льготы возникают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже), **спроса на акции** (вычет из налогооблагаемой базы процентов за кредит, взятого на покупку акций), специальных личных и институциональных инвестиционных планов (в рамках которых средства направляются

---

<sup>474</sup> Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. – М.:ФИД «Деловой экспресс», 2001. – С.89.

<sup>475</sup> Предложение (в качестве отдельной меры) реализовано в Налоговом кодексе РФ (глава 25) в 2001 г.

ся на инвестиции в акции). Например, исключение из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль и подоходному налогу сумм инвестиций в ценные бумаги резидентов и в доли паевых фондов резидентов при их первичном размещении в случае, если инвестиции были направлены в корпоративные ценные бумаги и доли паевых фондов, имеющие рыночную котировку на внутренних организованных рынках, и составляют срок не менее шести месяцев. Или, например, освобождение от обложения подоходным налогом и налогом на прибыль любых доходов от вложений в ценные бумаги (акции и облигации) резидентов – компаний высоких технологий, быстрорастущих компаний, экспортоориентированных компаний, если данные ценные бумаги имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках;

**-отмена или снижение** по приоритетным ценным бумагам (например, корпоративным облигациям) **налога на операции с ценными бумагами** (или же при отмене налога – государственной пошлины за регистрацию проспекта эмиссии ценных бумаг), взимаемого как доля от объема выпуска корпоративных ценных бумаг (этот налог удорожает эмиссию, препятствует выходу предприятий на фондовый рынок). Например, сокращение государственной пошлины за регистрацию проспекта эмиссии до 0.2 % от номинальной суммы эмиссии (вместо 0.8%). С другой стороны, введение гербового сбора на выдачу векселей в размере 0.2% номинальной суммы векселя (вытеснение нерегулируемого оборота ценных бумаг, устранение приоритетов, которые имеют векселя в сравнении с эмиссионными долговыми ценными бумагами);

**-налоговое стимулирование** долгосрочного спроса на корпоративные ценные бумаги, источником которого является банковский кредит. Например, исключение из налогооблагаемой базы подоходного налога процентов за кредиты, взятые физическими лицами для приобретения корпоративных ценных бумаг резидентов, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках и сроки инвестиций в ценные бумаги составляют не менее шести месяцев;

**-налоговое стимулирование отечественных институциональных инвесторов**, направленное на расширение их инвестиций в реальный сектор. Например, освобождение от налогообложения доходов от процентов и положительных курсовых разниц по облигациям, получаемых пенсионными фондами и страховыми компаниями, если не менее 30% пенсионных и страховых резервов вложено ими в корпоративные облигации, имеющую рыночную котировку на внутренних организованных рынках;

**-налоговое стимулирование брокерско-дилерских компаний и банков**, направленное на развитие их операций с розничными инвесторами, привлечение средств населения на рынок ценных бумаг. Например, введение льготных (пониженных на 50%) ставок налога на прибыль профессиональных участников рынка ценных бумаг, сформированную операциями с физическими лицами – резидентами.

## **Формирование собственности менеджеров и работников предприятий**

Даже учитывая *микроэкономический характер* механизмов стимулирования работников через акции, которые будут рассмотрены ниже (см. *приложение 22*), в тех случаях, когда их использование приобретает национальное значение, как это произошло в США в 70 - 90-е годы, существенно расширяются возможности для решения следующих *макроэкономических задач*:

**-постепенный переход** от капитализма крупных собственников («stakeholder capitalism») к капитализму акционеров («shareholder capitalism»), который означает более широкое участие населения в собственности, более высокий инновационный потенциал экономики и, в итоге, большую экономическую свободу и более высокий потенциал развития общества;

**-расширение** мощности финансовых рынков, становление действительно массовых рынков акций, диверсификация финансовых инструментов и финансовых институтов и, в итоге, более глубокая насыщенность хозяйственного оборота финансовыми ресурсами, что ведет к активизации экономического роста (что доказано в исследованиях Всемирного банка в 80-е - 90-е годы);

**-усиление** социальной стабильности, рост благосостояния населения при большей вовлеченности средств населения в финансирование инвестиций.

Соответственно, *механизмы стимулирования вложений работников и менеджеров в акции своих предприятий* приобретают *макроэкономическое значение*. В США доля работников в акционерных компаниях, в которых они работают, составляла в конце 90-х годов (с учетом опционов на акции) примерно 9% (и продолжает увеличиваться). По оценке, в 2000 г. в ¼ открытых акционерных обществ собственность работников составила не менее 15% акционерных капиталов. Не менее 25% закрытых акционерных обществ будут иметь свои собственные планы стимулирования работников акциями (здесь и ниже данные для анализа заимствованы из обзоров Национального центра собственности работников (National Center for Employee Ownership) (США).<sup>476</sup> В Австралии в 1999 г. 74% из 350 наиболее крупных австралийских компаний, прошедших листинг на фондовой бирже, имеют планы по стимулированию своих работников через акции, при этом 55% указанных планов являются опционными, 24%- планами выкупа акций работниками за счет ссуд (т.е. большинство планов нацелено на стимулирование менеджеров).<sup>477</sup> В Великобритании с начала 80-х принято законода-

<sup>476</sup> An Overview of ESOPs, Stock Options, and Employee Ownership. 1999. Источник- публикация National Center for Employee Ownership на сайте организации в Интернете (<http://www.nceo.org>).

<sup>477</sup> Submission on Employee Share Ownership. Prepared by the Australian Employee Ownership Association for the House of Representatives standing Committee on Employment, Education and Work Place Relations.- 15 April 1999.-P.7.

тельство и применяется сходная с США модель Leveraged ESOP (плана формирования собственности персонала на акции компании-работодателя с использованием леввереджа, т.е. через получение заемных средств для выкупа акций персоналом с последующим погашением ссуды за счет дивидендов и целевых взносов компании-работодателя, вычитаемых из налогов). В *Нидерландах* примерно 4% компаний (конец 90-х) используют корпоративные планы формирования собственности работников на акции своей компании. В *Канаде* более 20% компаний, имеющих листинг на Торонтской фондовой бирже, развивают программы ESOP (данные исследования Торонтской фондовой биржи). Во *Франции* обязательные и добровольные схемы участия работников в собственности имеют широкое распространение (десятки тысяч компаний, около 40% работников). В *Японии* планы ESOP являются быстро развивающейся областью стимулирования труда работников. 90% японских компаний - открытых акционерных обществ, чьи акции торгуются на фондовой бирже, используют механизмы поощрения покупки работниками акций своей компании (работники владеют 2-3% капитала своих компаний).<sup>478</sup>

Характеристика *основных форм* поощрения работников и менеджеров предприятий на основе расширения участия персонала в собственности (на примере *США*) приведена в *приложении 22*. Для использования в российской практике могут быть рекомендованы практически все указанные формы, включая *пенсионные планы* предприятий, за счет средств которых могут осуществляться вложения в собственные акции, *планы формирования собственности* персонала на акции компании (на основе создания внутрифирменного финансового фонда на эти цели (ESOP), *планы бонусов, выплачиваемых менеджерам акциями*, и *опционные планы*, в которых менеджер получает экономическую выгоду в том случае, если курсовая стоимость акций поднимется, *планы компенсации фантомными акциями* (реально акции в собственность не переходят, но «владельцу» выплачиваются суммы, равные дивидендам и росту курсовой стоимости закрепленных за ним акций). Формы стимулирования работников и менеджеров акциями не должны использоваться для *обратной задачи – сверхконцентрации собственности* в одних руках. Например, опционные планы могут быть использованы менеджерами российских предприятий, являющимися также и собственниками компаний, в которых они работают, не только для раздробления, но, наоборот, для еще большей концентрации собственности в своих руках (при том, что планы поощрения рядовых работников - типа ESOP-будут развиваться очень медленно). В этой связи введение стимулирования акциями в практику и налоговых льгот в этой области должно быть тщательно спланировано с точки зрения последствий для структуры собственности и эффективности работы российских предприятий.

---

<sup>478</sup> National Centre for Employee Ownership (NCEO). Growth of Employee Ownership in US and Abroad.- May 1997.- P.2.

Необходимо учитывать, что только очень серьезные **налоговые льготы** могут создать стимулы для собственников предприятий в России к развитию планов участия своих работников и менеджеров в акционерных капиталах. Указанные **налоговые льготы** должны относиться как **к компании-работодателю**, так и к ныне действующим **собственникам**, продающим свои акции работникам, а также к самим **работникам** и **менеджерам**, т.е. ко всем заинтересованным сторонам, участвующим в опционном плане или плане ESOP. Наиболее часто используются следующие **налоговые льготы** (США):

- **налоговые льготы акционерам компании, которые продают свои акции в компенсационный план.** На примере **ESOP**- в США в том случае, если в результате этой продажи доля ESOP в акционерном капитале компании составит не менее 30%, если при этом акционеры держали до продажи свои акции не менее 3 лет (т.е. продажа не носит спекулятивного характера, полученная прибыль является долгосрочным приростом капитала) и если акционеры вложат полученные от продажи акций средства в другие указанные законодательством ценные бумаги (акции или облигации эмитентов США), то акционеры пользуются правом на налоговую отсрочку до тех пор, пока они держат средства, полученные от ESOP, в разрешенных законодательством ценных бумагах;

-**налоговые льготы компании, для выкупа акций которой учреждается компенсационный план.** На примере **ESOP** - спонсорские взносы компании в ESOP вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов и процентов по кредитам, взятым ESOP для покупки акций. Дивиденды по акциям, находящимся в ESOP, также вычитаются из суммы налогов, подлежащих выплате, если они направляются на покрытие кредитов, взятых ESOP для покупки акций. Работодатель может делать не облагаемые налогом взносы для формирования ESOP, которые, по законодательству США, ограничены 15% суммы начисленной годовой оплаты труда;

-**налоговые льготы работникам, приобретающим акции в рамках компенсационных планов.** На примере **ESOP**- доходы, возникающие у работников в рамках ESOP, не подлежат налогообложению до тех пор, пока они не будут получены непосредственно работниками. В этом случае работник пользуется **налоговой отсрочкой**, выплачивает подоходный налог только тогда, когда реально получает прибыль от акций (перепродает их). По опционным планам



налог уплачивается только тогда, когда менеджер или работник реально покупает по опциону акции по меньшей цене и перепродает их по большей цене);

*-налоговые льготы, получаемые финансовыми институтами.* Если в результате ссуд, полученных ESOP у банка, доля ESOP в компании составит более 50% капитала, то от налога освобождается 50% доходов, полученных финансовым институтом в виде процентов по данной ссуде.

Все *указанные формы налоговых льгот* в рамках ограничений, не позволяющих избегать с их помощью уплаты налогов (многочисленные ограничения существуют в США), могут использоваться в российской практике для стимулирования диверсификации собственности на акционерные капиталы.

#### **4.4. Конкурентоспособность фондового рынка: система мер, содействующих ее повышению**

##### **Конкуренция рынков**

Денежные ресурсы, перераспределяемые посредством рынков ценных бумаг, *конечны*, что определяет *жесткую конкуренцию* биржевых фондовых рынков за денежные потоки (см. *пункт 1.3*). Поэтому обычаем делового оборота на мировых финансовых рынках стала разработка долгосрочных стратегий, направленных на рост конкурентоспособности рынков в привлечении денежных ресурсов в национальные экономики. Такие *конкурентные стратегии* позволили Лондону и Франкфурту стать международными финансовыми центрами, заставляют Канаду и Ирландию максимально снижать налоги для иностранных банков и брокеров в Монреале, Ванкувере и Дублине. Столицы индустриальных стран жестко конкурируют за создание финансовых рынков для иностранных участников, за международный характер финансовых рынков, сложившихся в той или иной стране. В этой связи города разрабатывают долгосрочные политики развития как финансового центра (Франкфурт, Лондон и др.). Городскими службами осуществляется мониторинг и специальные исследования (Лондон) в отношении того, насколько конкурентоспособен город в сравнении с другими городами - финансовыми центрами, какие задачи развития стоят перед ним для того, чтобы содействовать финансовому сектору. Организуются специальные службы, департаменты, отвечающие за развитие города как финансового центра (Corporation of London's Economic Development Unit, Economic Development Corporation (Frankfurt)). Формируются новые финансовые центры, находящиеся в индустриальных странах (например, Дублин, Ван-

кувер, Монреаль), при этом устанавливаются налоговые льготы финансовым институтам по операциям на международных финансовых рынках. В столицах создаются международные финансовые центры в качестве организаций, членство в которых дает право на налоговые льготы по операциям на международных финансовых рынках (в которых не участвуют резиденты). Строятся комплексы международных финансовых центров (International Finance Center) (Лондон, Дублин, Варшава и др.). Реализуются маркетинговые программы финансовых центров, включая международные роад-шоу с участием высших государственных служащих (Цюрих, 2001).

Россия имеет *ограниченную рыночную нишу*, занимая 30-32-е место в мире по объему рынка ценных бумаг и имея фондовый рынок, соразмерный с рынками Польши, Чехии и Венгрии (см. *пункт 1.2*), и один из самых высоких в мире уровней волатильности (см. *пункт 1.3*). Доля России в совокупном объеме мировых фондовых рынков составляет несколько десятых процента (см. *пункты 1.2 и 1.3*). Крайне низкими являются международные оценки уровня конкурентоспособности страны и, как следствие, ее способности привлекать денежные ресурсы (см. *пункт 1.3*). Несмотря на схожесть по отдельным показателям экономик России и Бразилии, последняя по уровню капитализации рынка акций превышала Россию в конце 2000 г. в 6 раз (ВВП Бразилии был больше ВВП России в 2000 г. при сопоставлении ВВП по паритету покупательной способности в 1.06 раза) (см. *пункт 1.2*). При сопоставлении России и Китая эти показатели составляют, соответственно, 8.6 и 4.1 раза (см. *пункт 1.2*). В 1994 – 1999 гг. отечественная экономика привлекла прямых иностранных инвестиций меньше, чем Венгрия, Польша и Чехия вместе взятые (в 3.5 раза), хотя ВВП России превосходил совокупный ВВП этих стран в 1.45 раза (1999 г.) (см. *пункт 1.2*). Бразилия превосходила Россию по этому показателю в 6.3 раза, Китай – в 14.4 раза (см. *пункт 1.2*). Основная часть иностранных инвесторов, действующих на российском рынке ценных бумаг, ориентированы на краткосрочные спекулятивные вложения (см. *пункт 1.3*), наблюдается отток торговой и инвестиционной активности на зарубежные рынки (см. *пункт 1.3*). Отечественная экономика и, в частности, российский рынок ценных бумаг проиграли в 90-е годы (годы повсеместного подъема рынков) в конкуренции за денежные ресурсы, в которой России противостояли

другие формирующиеся рынки, и, прежде всего, рынки Центральной и Восточной Европы, Китая, Бразилии и других крупных экономик.

В наступившем десятилетии *российскому рынку ценных бумаг* придется *остро конкурировать* с другими *формирующимися рынками* за ограниченный или даже сужающийся объем ресурсов (понижательный склон длительного цикла, см. *пункт 1.3*), в борьбе за то, чтобы российские торговые системы не превратились в провинциальные, с ограниченной ликвидностью площадки. Конкуренция между странами и их столицами как финансовыми центрами не является новацией XX в. В Европе она велась между Лондоном и Парижем еще с начала XIX в. (за первенство в качестве центров международных расчетов, за хранение денежных резервов других стран, за объем перераспределяемых денежных ресурсов на рынках капиталов и т.д.). Подробный анализ конкуренции дан в известном историческом исследовании Ч.П. Кинделбергера.<sup>479</sup> Суммируя итоги конкуренции, какими они сложились до первой мировой войны, в XIX – начале XX в., Кинделбергер отмечает, что «Лондон был мировым финансовым центром, Париж – европейским. Лондон был эффективным финансовым рынком, проводящим через себя огромное количество операций, базируясь на незначительном объеме денежных ресурсов. Париж был рынком, богатым деньгами и капиталами, эффективным с той точки зрения, что он был способен мобилизовать сбережения и направлять их в нужном направлении... такие как, например, инвестиции в царские облигации»,<sup>480</sup> но менее эффективным с позиций операционной способности к финансовым транзакциям.

### **Количественные ориентиры конкурентоспособности рынка ценных бумаг**

Все рынки мира жестко *конкурируют* друг с другом. Даже среди рынков индустриальных стран, являющихся наиболее стабильными, ежегодная разница в темпах роста капитализации и объема сделок составляет *десятки процентов*, на протяжении десятилетия в *сотни процентов* (см. *табл. 4.15*).

*Таблица 4.15\**

#### **Результаты конкуренции зарубежных рынков ценных бумаг в 90-е годы**

Рост капитализации фондовых бирж в 1987–1998 гг.			Волатильность рынков в 1987–1998 гг.		
Величина капитализации в 1998 г. в сравнении с 1987 г.	Развитые рынки	Формирующиеся рынки	Максимальная абсолютная величина отклонения размеров капитализации от предыдущей даты, %	Развитые рынки	Формирующиеся рынки
Меньше	Япония		0-30		
Больше от 1 до 3 раз			30-40		
Больше от 3 до 5	Великобритания	Южная Корея	40-50	Франция, Вели-	

<sup>479</sup> Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. – New York: Oxford University Press, 1993. – P. P. 260-263.

<sup>480</sup> Ibid., P. 263.

раз				кобритания	
Больше от 5 до 7 раз	Германия, Гонконг, Испания, Франция, США, Швейцария	Малайзия, Тайвань, Индия	50-60	Швейцария	
Больше от 7 до 10 раз		Бразилия	60-80	Германия, Испания, США, Япония	
Больше от 10 до 100 раз		Мексика	80-100		
Больше 100 раз		Китай, Турция	Больше 100	Гонконг	Бразилия, Индия, Китай, Малайзия, Мексика, Тайвань, Турция, Южная Корея
В целом по рынкам	В 3.4 раза	В 5.8 раз	В целом по рынкам	46.3	124.6

\*Рассчитано по Emerging Stock Markets Factbooks (1999, 1998, 1997).- Wash.: International Finance Corporation, 1997 – 1999. Максимальная абсолютная величина отклонения размеров капитализации от предыдущей даты определяется относительно следующих данных за год: 1989 / 1987, 1991 / 1989, 1993 / 1991, 1995 / 1993, 1997 / 1995, 1998 / 1999.

При этом (*табл. 4.15*), **капитализация** биржевых рынков, **объем денежных ресурсов**, которые на них поступают, **постоянно растут** (что происходит в номинальном выражении даже на снижающемся склоне длинной волны экономического цикла). Важно, чтобы **национальный фондовый рынок рос вместе с другими рынками** или даже **опережал** их, удерживая свою рыночную нишу. Эта задача не решается автоматически. **Пример - фондовый рынок Японии**. В 1987 - 1998 гг. капитализация рынка акций снизилась на 10.9%, а оборот по сделкам с акциями упал на 54.5%.

Соответственно, чтобы удерживать рыночную нишу (по оценке, **рост капитализации** примерно **в 5 – 7 раз за 10-11 лет**),<sup>481</sup> российский фондовый рынок должен устойчиво обеспечивать **средний ежегодный прирост капитализации и объема сделок в 15-20%** (к предыдущему году), ограничивая при этом рыночный риск и не допуская «перегрева» рынка, способного привести к масштабным кризисам. По оценке, конкурентоспособный российский рынок должен достичь **насыщенности рынка ценными бумагами** в размере **30-35% ВВП** (капитализация рынка акций), быть сопоставимым по объему не только с Польшей, но с основными странами Центральной и Восточной Европы в совокупности, поддерживать волатильностью в 1.5-2 раза меньшую, чем в 90-е годы.

<sup>481</sup> Осторожная экстраполяция тенденций 90-х годов. Учитывается, что: а) развитые фондовые рынки могут иметь в наступившем десятилетии более быстрые темпы роста, чем формирующиеся рынки, б) длительные и объемные денежные ресурсы, которые могли бы обеспечить устойчивый рост фондового рынка, идут в Россию с большой осторожностью, в) желательно избежать масштабного спекулятивного разогрева рынка, который привел бы к новому глубокому кризису на рынке акций.

## ***Иностранные биржи – конкуренты российских торговых систем в прямой торговле акциями***

Ряд **иностраных бирж** (Вена совместно с Франкфуртом, Берлин, Стамбул) строит **конкурентную политику** таким образом, чтобы стать **центрами торговли ценными бумагами**, выпущенными в странах СНГ, Центральной и Восточной Европы. Развиваются проекты биржи «Новая Европа» (NEWEX) в Вене, сегмента “International Securities Market” на Стамбульской фондовой бирже, прямо предназначенные для обращения ценных бумаг из указанного региона.

Конкуренция иностранных бирж может иметь **масштабные негативные последствия** для развития российских торговых систем и московского финансового рынка, как центрального в России и СНГ. Например, запуск в 2000 – 2001 гг. биржи в Вене (NEWEX), ориентированной на российские акции и ценные бумаги стран СНГ и Восточной Европы, биржи, которая заведомо работает в более удобных для иностранных инвесторов условиях и с меньшими рисками, будучи подкреплённой при этом именем Франкфуртской фондовой биржи, может потенциально привести к устойчивому отсутствию интереса иностранных инвесторов к российским торговым системам, к закреплению тенденции к перемещению торговой активности по акциям из России на иностранные рынки. “В перспективе ожидается повышение значения торговли акциями эмитентов из стран Центральной и Восточной Европы. В указанных странах получают развитие процессы приватизации и интеграции в ЕС и, как следствие, расширится предложение акций на рынке... Позиционирование биржи (Deutsche Boerse – Авт.) в этом сегменте важно для ее успеха в будущем. NEWEX как совместная платформа немецкой и австрийской биржи для восточноевропейских акций имеет целью предоставить инвесторам лучшие условия торговли в указанном сегменте, аккумулировать ликвидность и информацию. В целом, перспективы “Финансовой площадки Германия” весьма благоприятны, чтобы занять сильные позиции в организации торговли восточноевропейскими акциями”.<sup>482</sup>

Финансовое будущее России, Москвы и Санкт-Петербурга будет зависеть от способности предоставлять услуги клиентам из России, Центральной и Восточной Европы и Центральной Азии по мобилизации денежных средств на цели инвестиций. Стать финансовым центром, рынком, приближенным к развитым, - значит быть насыщенным деньгами, влиятельным и стабильным, способным

привлекать масштабные инвестиционные ресурсы на цели внутреннего развития России. Проиграть в конкуренции с другими рынками и финансовыми столицами, как это было в 90-е годы, не конкурировать с ними в ближайшем десятилетии - значит быть зависимым, испытывая острый дефицит денежных ресурсов.

После кризиса августа 1998 г. российский фондовый рынок - в проигрышном положении в сравнении с другими рынками, которые конкурируют с ним за денежные ресурсы. Спекулятивный рост и высокая волатильность 1999 – 2001 гг. без реструктурирования рынков – имеют то же качество, что и до кризиса, несут на себе те же чрезмерные значения рыночного риска. Только длительная, профессиональная стратегия финансового строительства способна в новом десятилетии изменить ситуацию к лучшему и сделать из рынка проигравшего рынок, активно конкурирующий, усиливающий свой вес и влияние в международном финансовом обороте. Реализация стратегии развития рынка, предложенная выше (см. *разделы 3-4*), способна реально повысить его конкурентоспособность.

Вместе с тем в зарубежной практике существуют *специальные политики*, направленные на получение рынками международного признания, на концентрацию на них эмиссионной и торговой активности нерезидентов с тем, чтобы увеличить объем денежных ресурсов, обращающихся в стране. Указанные политики и возможности их реализации в России будут рассмотрены ниже.

### ***Зарубежный опыт формирования политики государства в содействии росту конкурентоспособности рынка ценных бумаг***

**Германия.** До конца 80-х гг. Франкфурт не конкурировал активно с другими международными рынками, его финансовое измерение (четвертый по величине финансовый рынок мира) определялось масштабами хозяйства Германии. На рубеже 90-х гг. финансовая столица Германии столкнулась с постоянным оттоком германских капиталов в Лондон, с дефицитом денежных ресурсов для финансирования инвестиций в Восточной Германии, с несоответствием политической роли Германии и ее финансовой провинциальности. Ответ - создание политики Германии как финансового центра, в которой Франкфурт должен стать крупнейшим международным финансовым рынком.

---

<sup>482</sup> Hüfner Felix, Köke Jens. Handel in osteuropäischen Aktien. Status quo und Perspektiven. – Frankfurt am Main: Finanzplatz

В 1992 г. была объявлена *Концепция развития Германии как финансового центра* в качестве официального документа Министерства финансов Германии. В результате основным вектором жизни Франкфурта в 90-е годы стала конкуренция с Лондоном и Парижем, становление города как международного рынка, создание максимально выгодных условий для работы во Франкфурте иностранных финансовых институтов, обращения на его рынках иностранных финансовых инструментов. Если в 1994 г. доля иностранных эмитентов в акциях, прошедших листинг на германских биржах, составляла 54.6%, то в 1997 г. она поднялась уже до 74% (данные годовых отчетов Международной федерации фондовых бирж). К концу 90-х гг. Франкфурт стал штаб-квартирой европейского центрального банка, основой панъевропейской системы фондовых и фьючерсных бирж, третьим по значению рынком акций мира, провел крупные реорганизации финансовых рынков и финансового законодательства, направленные на усиление конкурентоспособности города. Основные положения *Концепции развития Германии как финансового центра*:

-активное формирование конкурентоспособной Германии как финансового центра; рынок финансовых услуг является первостепенной областью роста; как финансовый центр конкурирует с другими крупными финансовыми центрами, такими как Токио, Нью-Йорк, Лондон или Париж;

-крупный финансовый центр в Германии должен быть привлекателен для зарубежных и отечественных партнеров своими операционными издержками, прозрачностью, финансовыми инструментами и стандартами качества;

*-Германия как финансовый центр хорошо подходит для выполнения ключевой роли в финансировании и развитии Центральной и Восточной Европы;*

-создание либеральных налоговых и правовых условий, не препятствующих финансовым операциям и инвестициям и обеспечивающих возможность эффективного распределения финансовых средств;

-централизация рынков, ускоренное введение новых технических систем и технологий совершения сделок и расчетов, систем раскрытия информации, компьютеризация, ограничение сборов и налогов, связанных с финансовыми операциями, расширение срочных рынков и обеспечение необходимой иннова-



ционности, создание системы защиты прав инвесторов, рыночного надзора, борьбы с инсайдерской торговлей, гармонизация с законодательством ЕС и другие меры, обеспечивающие снижение издержек и рисков участников финансовых рынков;

-издание Закона о финансовом центре, обеспечивающего правовые условия для успешной конкуренции Германии с другими финансовыми рынками.

«Федеральное правительство придает особое значение активному формированию конкурентоспособной Германии как финансового центра. Рынок финансовых услуг является первоочередной сферой роста. Федеральная республика Германия нуждается... в совершенном и соответствующем всем международным требованиям финансовом рынке».<sup>483</sup>

**Центры международных финансов.** Одна из форм активной политики государства, направленной на развитие внутреннего рынка ценных бумаг в конкуренции с иностранными рынками – создание с конца 80-х годов в индустриальных и развивающихся странах - Канада (Монреаль, Ванкувер), Ирландия (Дублин), Турция (Стамбул) и др. - центров международных финансов (ЦМФ).<sup>484</sup> Их цель - расширить присутствие нерезидентов на местных финансовых рынках, обеспечить за счет этого рост торговой активности, увеличение размеров обращающихся капиталов и рыночных ниш, занимаемых местными биржами в сравнении с их иностранными конкурентами. **В основе ЦМФ** – установление налоговых и других льгот по операциям с нерезидентами и иностранными финансовыми активами.

**Анализ** осуществленных проектов центров международных финансов приведен в **приложении 23**.

В связи с изложенным, государство и профессиональное сообщество, разрабатывая **политику развития** российского фондового рынка, обязаны рассматривать ее с позиций **конкуренции** с другими рынками ценных бумаг, роста конкурентоспособности отечественного рынка. Если этого не делать, Москва никогда не станет новым финансовым центром, прежде всего, для финансовых инструментов стран СНГ. Лучшие российские, украинские, белорусские ценные бумаги будут обращаться на зарубежных биржах (например, в Вене на бирже NEWEX, созданной Франкфуртской и Венской фондовыми биржами), а ценные

<sup>483</sup> «Концепция Германии как финансового центра», утверждена Федеральным министром финансов 16 января 1992 г.

<sup>484</sup> Режим ЦМФ обычно охватывает все виды финансовых операций. Однако здесь рассматриваются только те операции, которые относятся к ценным бумагам, операциям с ними и к фондовым биржам.

бумаги эмитентов из Азербайджана, Туркмении, Узбекистана, Казахстана - в Стамбуле (Стамбульская фондовая биржа). *Частью политики развития* фондового рынка может стать *система мер*, содействующих повышению его конкурентоспособности. *Ряд* возможных *проектов* в этой области, основанных на международном опыте, рассмотрен ниже.

### ***Концепция «Финансовая площадка Россия»***

Должна быть сделана попытка сформировать в Москве *новый региональный финансовый центр («Финансовая площадка Россия»)*, который был бы способен конкурировать со смежными рынками за инвестиции, за денежные ресурсы, сосредотачивать обращение финансовых активов стран Центральной и Восточной Европы. Есть хорошо известная практика маркетинга рынков, программ мер по росту их конкурентоспособности в привлечении инвестиций. Такие программы были приняты после войны *Лондоном* (они существуют и сейчас). Выше рассмотрен опыт 90-х годов *Германии* («Финансовая площадка Германия»), *Канады* («международные финансовые центры» в Монреале и Ванкувере, в которых нерезиденты совершают операции с иностранными финансовыми активами на льготной налоговой основе), *Ирландии* (международный финансовый центр в Дублине), *Турции* («Международный финансовый рынок» на Стамбульской фондовой бирже), *Австрии* (создание NEWEX – биржи для финансовых активов стран Восточной Европы, прежде всего России). Даже *Швейцария*, с ее высокой финансовой репутацией, учреждает (1999) программу “Swiss Plus – Financial Excellence”, в которой доказывает международным инвесторам свою конкурентоспособность, устраивает роад-шоу не эмиссиям ценных бумаг, а рынку капиталов в целом, отправляя высокие делегации в крупнейшие финансовые столицы мира (2001).

Российскому финансовому рынку, как и стране в целом, нужна наступательная программа маркетинга («Финансовая площадка Россия»), которая бы изменила психологическое восприятие международным финансовым сообществом России как рынка плохих новостей, как центра рисков и нестабильности. Необходимо переломить неприязненное ощущение «плохого характера» страны. В субъективном – внутри и вне страны - лежит источник самых крупных неудач в развитии рынка ценных бумаг.

*«Финансовая площадка Россия»* - это финансовые инновации, налоговые стимулы и маркетинг, подчиненные одной цели – больше долгосрочных иностранных денег, пришедших в страну. Больше средств отечественных инвесторов, оставшихся внутри России. Это – не только программа мер, но и новая философия, новое ощущение финансовой реальности. Быть конкурентными, создавать наступательный рынок, опережать другие формирующиеся рынки в собирании инвестиций, расширять свою рыночную нишу. «Быть на бегу», на подъеме, создавать новую реальность российского рынка как «удачного цивилизованного проекта». Для финансового сообщества в России – это слом мировоззрения, изменение всего настроения неудачных 90-х годов. Концепция «Финансовая площадка Россия», в качестве политики создания регионального финансового центра, специализирующегося на операциях с акциями и другими финансовыми инструментами, выпускаемыми в странах СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы, а также в других странах, могла бы включать в себя следующие элементы:

- концепция и программа развития рынка ценных бумаг (см. выше);
- программа наступательного маркетинга и раскрытия информации о российском фондовом рынке;
- проект создания в Москве работающего с налоговыми льготами «Международного финансового рынка» для нерезидентов по операциям с иностранными финансовыми активами;
- проект взаимодействия рынков ценных бумаг СНГ, обеспечивающего свободу движения и концентрации капиталов и финансовых инструментов из стран СНГ и поэтапное создание единого рынка.

Реализация подобной программы невозможна без участия профессионального сообщества. В этой связи было бы возможно заключить и реализовать соглашение государства (в лице ФКЦБ России, Минфина РФ, Банка России, Госналогслужбы РФ, МАП РФ), саморегулируемых организаций, ММВБ и РТС, группы профессиональных участников рынка ценных бумаг и иностранных финансовых институтов о совместной деятельности по развитию международных финансовых операций в Москве и содействию реализации правительственной концепции «Финансовая площадка Россия».

## **«Международный финансовый рынок» в Москве<sup>485</sup>**

Соответственно, необходимо строить *долгосрочную политику связывания* на московских биржах крупного объема международных финансовых средств, концентрации оборотов по финансовым инструментам, выпущенным в странах СНГ и затем - в Центральной и Восточной Европе. Если этого не делать уже сейчас, финансовые капиталы, связанные с этими регионами, будут обращаться в Лондоне, Франкфурте, Берлине, Вене и Стамбуле. Московский биржевой рынок неизбежно станет провинциальным, будет постоянно испытывать острейший дефицит финансовых ресурсов, как это происходит сейчас в абсолютном большинстве республик и областей России (когда 40-50% внутренних денежных средств стянуто в столицу).

*Международный опыт* (Канады, Ирландии, Турции и др.) показывает возможность создания не в оффшорных зонах, а в крупных индустриальных и развивающихся странах центров международных финансов с низким налогообложением с тем, чтобы расширить присутствие нерезидентов, обеспечить приток иностранных капиталов и тем самым стимулировать инвестиции в экономику. В этой связи необходимо поставить цель создания в России *сегмента международного финансового рынка* (через ММВБ, учитывая ее роль и значение как крупнейшего рынка акций) для решения следующих задач:

*-повышение доли московского рынка* в распределении денежных ресурсов, активности инвесторов между формирующимися рынками;

*-предотвращение перемещения торговой активности на зарубежные биржи*, превращения московских бирж в провинциальные, обслуживающие преимущественно внутренних инвесторов (финансовые ресурсы которых незначительны) и мелкие и средние российские компании, ухода части российских капиталов из Москвы на зарубежные финансовые рынки - центры торговли российскими ценными бумагами;

*-формирование* именно *в Москве* торгового узла для обращения ценных бумаг, выпускаемых эмитентами ближнего зарубежья.

---

<sup>485</sup>Концепция Московского центра международных финансов предложена в работе: Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. - М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ, 1999. - С. 260- 281.

Основная *идея* МФР - предоставление *налоговых и других льгот нерезидентам*, ведущим между собой операции в Москве с финансовыми инструментами, выпущенными нерезидентами в иностранной валюте. В центре внимания МФР должно быть *привлечение на рынки Москвы ценных бумаг эмитентов из стран СНГ, финансовых посредников и инвесторов из этих стран*, и на этой основе – создание устойчиво работающего рынка, потенциально интересного для нерезидентов из индустриальных стран. Соответственно, предполагается, что естественным ходом событий в развитии МФР станет *всё большее участие нерезидентов в операциях с отечественными ценными бумагами и другими активами*, увеличение их торговой активности на внутреннем финансовом рынке.

Для реализации идеи МФР должна быть создана *система льгот* (строго по указанным операциям), подобных тем, которые предлагаются в Канаде:

- отсутствие валютного контроля и свобода репатриации капиталов. Все операции в рамках МФР будут вестись по схеме «нерезидент - нерезидент», «валюта-валюта», конверсионных операций в рублях не будет;

- система налоговых льгот и льгот по обязательным платежам во внебюджетные фонды в отношении компаний и персонала, занятых исключительно операциями МФР;

- облегченный порядок регистрации и лицензирования в отношении юридических лиц и специалистов, занятых исключительно операциями МФР;

- льготные условия использования городского имущества;

- раскрытие информации по финансовым активам, обращающимся в рамках МФР, конфиденциальность и анонимность в отношении иностранных лиц-участников МФР.

Анализ международной практики (Ирландии, Канады) показывает, что проект *центра международных финансов* будет успешнее в том случае, если он не ограничен профессиональными участниками рынка ценных бумаг и операциями фондовой биржи (как это сделано в Турции, где зона свободной торговли ценными бумагами развивается медленно), а охватит *весь круг* участников финансового рынка и *значительную часть* видов финансовых операций (т.е. не только банковскую деятельность, операции на рынке ценных бумаг, но и страхование, пенсионное дело, коллективные инвестиции).

Именно это *решение* может быть принято в российской практике.

Как показывает опыт Канады, удобным решением может стать создание *некоммерческой организации*, в рамках которой будет осуществляться управление, мониторинг и финансирование проекта и членство в которой будет давать основания для налоговых и других льгот. С другой стороны, опыт Стамбула и Вены демонстрирует, что необходимо создание *специального международного сегмента* (например, на ММВБ, где функционируют валютный, фондовый и срочный рынки) для обращения иностранных фондовых ценностей и работы финансовых посредников –нерезидентов.

Более детальное *представление концепции МФР*,<sup>486</sup> разработка конкретных *решений* для этого проекта и *предложений* по изменению законодательства демонстрируют, что *реализация идеи* создания в Москве международного финансового рынка *возможна и необходима*.

### ***Концепция взаимодействия рынков ценных бумаг стран СНГ***

Усиление взаимодействия рынков ценных бумаг стран СНГ является важным элементом интеграции национальных хозяйств, позволяющим добиться следующих макроэкономических результатов:

- *рост инвестиционного потенциала* стран-участниц, усиление устойчивости их фондовых рынков;
- *повышение привлекательности рынков* ценных бумаг стран СНГ для внешних и внутренних инвесторов, в том числе за счет роста объема рынков, диверсификации финансовых инструментов, наращивания объема денежных ресурсов, перераспределяемых через рынок ценных бумаг на цели инвестиций;
- дальнейшее *развитие транснациональной собственности* внутри СНГ, расширение возможностей для создания транснациональных объединений предприятий, для привлечения ими ресурсов на открытом финансовом рынке;
- *снижение издержек* в расчетах и в долговых отношениях между странами СНГ, обеспечение ликвидности средств, находящихся в расчетах и взаимных долгах, создание рыночного механизма их реструктурирования на основе

---

<sup>486</sup> Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. - М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ, 1999. – С. 260- 281.

секьюритизации финансовых отношений, возникающих между странами СНГ, принадлежащими к ним физическими и юридическими лицами.

Указанные экономические результаты полностью демонстрируются *опытом стран Европейского Союза* («европейский паспорт» для инвестиционных институтов и финансовых инструментов), последовательно обеспечивающих свободу движения капиталов между странами, гармонизацию законодательства в области ценных бумаг, взаимную эмиссионную и торговую активность на фондовом рынке и в этой связи повышающих свою долю на международных финансовых рынках, в объемах инвестиций и привлеченных денежных ресурсов.

Без взаимодействия финансовых рынков стран СНГ невозможно и развитие конкурентного потенциала Москвы как специализированного финансового центра, в котором обращаются финансовые инструменты, выпущенные в странах СНГ.

*Предпосылки взаимодействия фондовых рынков стран СНГ.* В качестве *предпосылок* такого взаимодействия выступают *совместные решения стран СНГ*.

*Признание собственности.* В соответствии с *Соглашением от 9 октября 1992 г.* «О взаимном признании прав и регулировании отношений собственности» страны СНГ (ст.2) признали права собственности каждой из сторон, ее граждан и юридических лиц по отношению к расположенным на ее территории акциям, предприятиям, организациям и иному имуществу, находившимся ранее в ведении органов государственного управления других бывших союзных республик в составе Союза ССР, а также являвшимся собственностью других юридических и физических лиц.

*Общий рынок капиталов в Экономическом Союзе.* В начале 90-х годов разрабатывался проект международного рынка ценных бумаг для бывших республик СССР. В соответствии с ним предполагалось формирование странами – участницами общих органов управления этим рынком (Комиссии по ценным бумагам), особый статус ценных бумаг, обращающихся на данном рынке, отдельный порядок их эмиссии и допуска на рынок, устанавливался статус про-



фессиональных участников рынка и т.п.<sup>487</sup> Хотя этот проект не был реализован, в 1992 г. государства СНГ обратились к идее свободного движения капиталов между этими странами. В соответствии с *Договором от 24 сентября 1993 г. «О создании Экономического Союза»*, заключенным странами СНГ, Экономический Союз предполагает свободное перемещение капиталов, гармонизированное хозяйственное законодательство (ст.3), он создается через общие рынки, в том числе общий рынок капиталов (ст.4), стороны обеспечивают правовые, экономические и организационные условия для свободного перемещения капиталов (ст.7).

***Национальный режим инвестирования, взаимно предоставленный инвесторам стран СНГ.*** В соответствии с *Соглашением стран СНГ от 24 декабря 1993 г. о сотрудничестве в области инвестиционной деятельности* стороны могут взаимно осуществлять все виды инвестиционной деятельности, в том числе через рынок ценных бумаг (ст.2-4). Правовой режим инвестиций его участников не может быть менее благоприятным, чем режим для инвестиционной деятельности резидентов государства по месту инвестирования (ст.6), стороны принимают меры с целью сближения своего законодательства по вопросам инвестиционной деятельности (ст.10). Страны СНГ отказались рассматривать юридических и физических лиц сторон-участниц как иностранных инвесторов (отмена ст.16 Соглашения от 9 октября 1992 г., устанавливающей режим иностранных инвесторов для каждой из сторон). Отношения, связанные с инвестициями сторон, регулируются нормами законодательства государства по месту инвестирования, установленными для инвесторов этого государства, а также соглашениями между странами СНГ и международными соглашениями (ст.6).

В соответствии с *Конвенцией от 28 марта 1997 г. «О защите прав инвестора»*, распространяющейся на сферу ценных бумаг, подтверждено положение о том, что правовой режим инвестиций его участников не может быть менее благоприятным, чем режим для инвестиционной деятельности резидентов государства по месту инвестирования (ст. 5).

***Иммуниет инвесторов, свободная репатриация и использование доходов от инвестиций.*** Конвенцией установлен иммунитет инвесторов на 5

---

<sup>487</sup> Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 110.

лет против введения государствами- участниками Конвенции законодательных норм, ухудшающих условия инвестиционной деятельности (ст.5). Установлены гарантии по защите инвестиций, по использованию и репатриации доходов (в валюте страны - реципиента и в валюте страны происхождения инвестиций).

**Права инвестирования в ценные бумаги.** В частности, в соответствии со ст. 14 *Конвенции* инвесторы вправе приобретать акции и иные ценные бумаги субъектов хозяйствования и других элементов, в том числе государственных ценных бумаг, в соответствии с законодательством страны - реципиента. Акции и иные ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке страны - реципиента, могут приобретаться инвестором с оплатой в валюте страны - реципиента или в иной валюте в случае, если законодательством страны - реципиента не предусмотрено иное.

**Свободное движение услуг на рынке ценных бумаг.** В *Соглашении от 15 апреля 1994 г.* «О создании зоны свободной торговли» страны СНГ установили, что их взаимодействие будет направлено на устранение препятствий для свободного движения услуг (соответственно, услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг), на создание эффективной системы взаимных расчетов и гармонизацию и (или) унификацию законодательства (ст.1).

**Сближение законодательства о ценных бумагах.** В *Соглашении от 9 октября 1992 г.* «О принципах сближения хозяйственного законодательства» страны СНГ согласились в том, что будут проводить работу по сближению законодательства о ценных бумагах (ст.1). Межпарламентской ассамблеей государств – участников СНГ модельный закон СНГ о ценных бумагах (2001 г.).

**Взаимная координация.** *Соглашением от 21 октября 1994 г.* «О создании Межгосударственного экономического комитета Экономического союза» предусмотрено, что одним из основных направлений деятельности МЭК является создание общего рынка капиталов.

В итоге, к 2002 – 2003 гг. стремление стран СНГ к взаимодействию финансовых рынков выражено на межгосударственном уровне, закреплено в совместных документах, выражающих экономическую стратегию стран Содружества. Создана основа для перехода к более интенсивному процессу интеграции.

**Формы взаимодействия рынков ценных бумаг стран СНГ.** Указанное взаимодействие может осуществляться в *следующих формах.*

**Взаимное признание** государственной **регистрации** ценных бумаг. **Свободный допуск:** *а)* ценных бумаг, включая депозитарные расписки, выпуск которых зарегистрирован страной- участницей; *б)* ценных бумаг, включая векселя, не требующих государственной регистрации странами-участницами, **к обращению** в других странах- участницах, включая обращение на фондовых биржах.

**Отсутствие специальных разрешений.** Соответственно, **не требуется специальных разрешений** со стороны государственных органов, осуществляющих регулирование рынков ценных бумаг и валютной сферы: *а)* на **вывоз и допуск** к обращению ценных бумаг, выпущенных в данной стране, для обращения в других странах-участницах соглашения; *б)* на **ввоз и допуск** к обращению ценных бумаг, выпущенных в других странах- участницах соглашения, для обращения в данной стране.

Указанная норма может действовать в отношении только тех ценных бумаг, выпущенных в стране-участнице, номинал которых выражен в валюте других стран СНГ, на территории которых должны обращаться ценные бумаги.

**Взаимный отказ в допуске незарегистрированных ценных бумаг.** Страны- участницы берут на себя взаимные обязательства не допускать к обращению на своей территории незарегистрированные ценные бумаги, в отношении которых должна быть проведена государственная регистрация в другой стране- участнице Соглашения.

**Взаимный отказ в обложении обязательными платежами.** Ввоз- вывоз и перевод ценных бумаг, выпущенных в одной стране- участнице и предназначенных для обращения в других странах- участницах, таможенными сборами, налогами и другими обязательными платежами не облагается.

**Взаимное признание лицензий,** выданных на право ведения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. **Свободный допуск** профессиональных участников рынка ценных бумаг, зарегистрированных или лицензированных страной-участницей: *а)* брокеров- дилеров; *б)* компаний, осуществляющих доверительное управление; *в)* инвестиционных фондов; *г)* организаторов торговли, включая фондовые биржи; *д)* депозитариев; *е)* регистраторов; *ж)* расчетно-клиринговых организаций; *з)* других участников рынка ценных бумаг, деятельность которых не подлежит государственной регистрации и/или лицензированию, включая финансовых консультантов, для профессиональной дея-

тельности на рынке ценных бумаг в других странах- участницах. Соответственно, не будут требоваться специальные разрешения со стороны государственных органов, осуществляющих регулирование рынков ценных бумаг, на допуск указанных в настоящем пункте участников к деятельности на рынке ценных бумаг.

**Взаимное признание** аттестатов, лицензий или иных разрешений, выданных государственными органами физическим лицам на право деятельности на фондовом рынке. В этом случае не будут возникать дополнительные регулятивные издержки, связанные с выдачей специальных разрешений со стороны государственных органов, осуществляющих регулирование рынков ценных бумаг, на допуск указанных в настоящем пункте лиц к деятельности на фондовом рынке. **Взаимный отказ** в допуске на фондовый рынок участников, не прошедших регистрацию (лицензирование, аттестацию). Взаимные обязательства не допускать к деятельности на своих рынках ценных бумаг незарегистрированных (не лицензированных, не прошедших аттестацию) лиц, в отношении которых должна быть проведена государственная регистрация (лицензирование, аттестация) в другой стране- участнице Соглашения.

**Распространение национального режима регулирования** на деятельность лиц- резидентов одной страны-участницы при их деятельности в качестве инвесторов в ценные бумаги, в том числе в качестве акционеров, на территории других стран - участниц.

**Осуществление расчетов за ценные бумаги** в порядке, предусмотренном для расчетов за товары и услуги между странами- участницами. Рассмотрение возможностей использования в этих целях Межгосударственного банка, учрежденного странами СНГ. **Осуществление программы секьюритизации** признанных взаимных долгов стран СНГ и вывода выпущенных на этой основе ценных бумаг на организованные рынки стран - участниц.

**Гармонизация законодательства** в области ценных бумаг и акционерных обществ, поэтапное обеспечение равнозначных и адекватных требований, существующих в странах-участницах, к эмитентам и инвесторам, профессиональным участникам рынка ценных бумаг, их специалистам и руководителям, к условиям выпуска и обращения ценных бумаг, к организации защиты прав инвесторов, к раскрытию информации, к сфере и порядку регулирования рынков ценных бумаг со стороны государства и саморегулируемых организаций.

*Поощрение взаимной активности* эмитентов, инвесторов и профессиональных участников по выводу своих ценных бумаг на фондовые рынки стран СНГ, предоставлению финансовых ресурсов и услуг, обеспечивающих выпуск и обращение ценных бумаг на рынках стран-участниц, созданию межбиржевых рынков. С этой целью в 2002- 2003 гг. могут быть осуществлены пилотные проекты взаимного вывода на рынки стран СНГ предприятий- эмитентов, профессиональных участников рынков ценных бумаг, создания межбиржевых рынков и других форм взаимной деятельности организаторов торговли.

*Поощрение создания международных ассоциаций* и объединений регуляторов рынков ценных бумаг-стран СНГ, их профессиональных участников, организаторов торговли, специалистов и руководителей в целях содействия и координации усилий по развитию индустрии ценных бумаг в странах СНГ.

*Создание рабочей группы при Межгосударственном экономическом комитете Экономического союза*, осуществляющей подготовку и координацию работ по взаимодействию рынков ценных бумаг стран- участниц СНГ, включение в рабочую группу представителей государственных органов, валютных и фондовых бирж, профессиональных участников рынка ценных бумаг.

*Осуществление взаимодействия* в отношении *срочных рынков*, созданных странами - участницами СНГ, на принципах и в формах, содержащихся в настоящей Концепции.

х х х

Реализация приоритетов развития российского фондового рынка, осуществление программы мер в этой области, изложенной в *разделе 4*, требует внесения *значительных изменений в законодательство* о рынке ценных бумаг и защите прав инвесторов, в валютное, банковское, акционерное и другие виды специального законодательства, в подзаконные акты экономических ведомств (см. *приложение 24*). Эти новации не призваны решать проблемы юридического характера, относящиеся к теоретической строгости и практическому удобству правовых конструкций как формы, в которую облачаются концепции и идеи делового оборота. Они не относятся к процессу совершенствования отраслевого права, обслуживающего рынок ценных бумаг, как системы (с позиций его структуры, логики, понятийного аппарата, соответствия базовым юридическим

концепциям и другим областям права), что является самостоятельным объектом исследования.

Эти законодательные изменения производны от идей и концепций, принадлежащих миру финансов, миру экономики. Они показывают связь самой возможности осуществить программу мер по развитию рынка, воздействующих на экономические интересы участников делового оборота, с необходимостью *реконструкции законодательства*, регулирующего рынок ценных бумаг.

## *Заключение*

Ключевые проблемы России - *модернизация, инвестиции, индустриальный рост*. Каковы размеры дефицита денежных ресурсов, чтобы модернизировать экономику России? За счет каких источников будет покрыта эта потребность в деньгах? Какая часть этих денег может быть привлечена через рынок ценных бумаг? Как реструктурировать рынок ценных бумаг, чтобы через него пришли- на устойчивой и долгосрочной основе- деньги для модернизации и возобновления устойчивого экономического роста? Как сделать рынок ценных бумаг конкурентоспособным? На какие вызовы он должен ответить? Как не допустить следующего масштабного кризиса на российском фондовом рынке и как осуществлять предкризисное управление им?

На все эти нерешенные *вопросы*, относящиеся к *фундаментальным основам рынка ценных бумаг* в России, призвано - хотя бы частично - ответить диссертационное исследование.

Рынки ценных бумаг являются одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулирования роста производства. Вместе с тем мировые рынки ценных бумаг, как показывает опыт многих десятилетий, могут быть источниками масштабной финансовой нестабильности, макроэкономических рисков и социальных потрясений. Особенно проблемными являются формирующиеся фондовые рынки, к числу которых принадлежит российский, являвшийся в 90-е годы при незначительных масштабах одним из самых рискованных фондовых рынков мира.

Воссозданный в начале 90-х годов после многолетнего перерыва, российский рынок ценных бумаг не выполнил в прошлое десятилетие свою основную функцию – перераспределение денежных ресурсов в реальный сектор на покрытие потребностей в инвестициях, формирование рыночной оценки бизнеса. Вместо этого сформировался очень небольшой, спекулятивный, с высокой долей иностранных краткосрочных инвесторов рынок, который был сверхконцентрирован в Москве и охватывал обращение ограниченной группы ценных бумаг. В 90-е годы свободное движение капиталов (либерализация иностранных инвестиций на рынке государственных ценных бумаг и



преобладание оффшорных расчетов на рынке акций) при искусственно завышенной доходности финансовых активов и закреплённом валютном курсе рубля создавали широкие возможности для спекулятивных разогревов рынка и последующих крупных его падений. Олигополистическая структура рынка, его информационные асимметрии, сверхконцентрация на нескольких ценных бумагах определяли неизбежность манипулирования ценами. Рынок корпоративных ценных бумаг был полностью отделен от внутренних инвесторов, его движение полностью определялось внешними рынками и спросом спекулятивных иностранных инвесторов.

Следствием указанных и многих других проблем российского фондового рынка стал финансовый кризис 1997 – 1998 гг., который фактически разрушил отрасль ценных бумаг и поставил вопрос о новой, более результативной стратегии развития рынка ценных бумаг в России.

В 1999 - 2001 гг. были сделаны лишь ограниченные попытки государства и большей части профессионального сообщества понять уроки кризисов, оценить их фундаментальные причины, создать политику, которая обеспечила бы позитивное развитие финансового сектора, прежде всего, рынка ценных бумаг. Российский фондовый рынок восстанавливался в прежнем – рискованном, мало связанном с инвестициями - качестве.

В этой связи в диссертационном исследовании сделана попытка предложить необходимый теоретический базис и аналитический материал, на основе которых может быть дан ответ на вопрос о том, как должен быть устроен российский рынок ценных бумаг в будущем. В отсутствие отечественной статистики ценных бумаг проведены рыночные измерения в сравнении с десятками других формирующихся и развитых рынков ценных бумаг. Предложена политика и детальная программа развития фондового рынка, приводящая к снижению рисков рынка, повышению его эффективности, росту доли ресурсов, перераспределяемых на цели инвестиций в реальный сектор, к финансовому оздоровлению отрасли ценных бумаг.

В частности, осуществлена оценка итогов развития и кризиса российского рынка ценных бумаг, выявлены и оценены его макроэкономические параметры в сравнении с ключевыми развитыми и формирующимися рынками, определены основные диспропорции в его организации, а также выявлены внешние

фундаментальные факторы, воздействующие на указанный рынок, и причинно-следственные связи, в контексте которых внешние факторы оказывают на него влияние. Исследованы фундаментальные факторы, влияющие на российский фондовый рынок, которые относятся к политическому и социально-экономическому выбору общества, традиционным ценностям населения, моделям рыночной экономики и структуре собственности, финансовой и отраслевой структуре хозяйства, финансовой и денежной политике государства.

Дан прогноз развития рынка, базирующийся на исследовании фундаментальных (международных и внутренних факторах) факторов, на него влияющих. И, наконец, подчеркнуты, может быть, несколько главных идей диссертационного исследования:

- будущее фондового рынка нужно программировать (“политики”, “программы”, “стратегии” развития), без этого он быстро превращается в набор рыночных мифов и функций, далеко отстоящих от своего истинного предназначения – привлечения инвестиций. В России такое программирование отсутствует;

- особый акцент в развитии должен быть сделан на конкурентоспособность рынка, на его возможность привлекать торговую активность, денежные ресурсы, инвесторов в конкуренции с другими формирующимися рынками и развитыми рынками средних европейских стран;

- модель фондового рынка и, в более широком смысле, финансирования народного хозяйства неизбежно будет соответствовать модели экономики (капитализм “держателей крупных пакетов акций”), которая складывается не только в России, но и доминирует во всех странах с переходной и формирующейся экономикой. На модель фондового рынка воздействуют традиционные ценности населения и концепции, формирующие социально-политическую систему страны. В этой связи будущее российской отрасли ценных бумаг в среднесрочной перспективе отлично от “американской модели”, наложенной на рынок в 90-е годы (да и самой этой модели с конца 90-х годов в чистом виде не существует);

- необходима новая роль государства на фондовом рынке, новый “интервенционизм”, выраженный в снижении излишней регулятивной нагрузки, в прямом участии в выводе на рынок эмитентов, новых финансовых

инструментов, в создании новых рынков, в усилении стимулирующей роли государства, прежде всего в установлении налоговых приоритетов, позволяющих развиваться инвестициям в реальный сектор через рынок ценных бумаг, в сотрудничестве с отраслью;

- неизбежным является реструктурирование отрасли ценных бумаг, изменение ее архитектуры, направленное на рост ее операционной способности, снижение волатильности и рисков, присущих отечественному фондовому рынку;

- динамика и структура рынка определяются рядом фундаментальных факторов, являющихся внешними по отношению к рынку (длительные циклы мировой экономики и финансовых рынков, цены на нефть, монетизация, использование государством денежных ресурсов страны, налоговое бремя, режим счета капиталов и т.п.). Важно не только понимать границы развития фондового рынка, которые задаются внешними факторами (они рассмотрены в диссертационном исследовании), но и вести политику, направленную на ослабление их влияния, когда это возможно, либо на их преодоление в рамках внутренней финансовой и денежной политики стимулирования экономического роста;

- неизбежна будущая, одна из самых высоких в мире волатильность отечественного фондового рынка. Поэтому создание механизма мониторинга и предупреждения финансовых кризисов, программ действий в чрезвычайных ситуациях, ослабляющих влияние финансовых кризисов на экономику и потребление населения, является одним из центральных пунктов развития отечественного рынка ценных бумаг;

- должна быть сделана попытка сформировать в Москве новый региональный финансовый центр (“Финансовая площадка Россия”), который был бы способен конкурировать со смежными рынками за инвестиции, за денежные ресурсы, сосредотачивать обращение финансовых активов стран Центральной и Восточной Европы.

Эти и другие идеи составили основу разработанной концепции развития российского рынка ценных бумаг, включающей приоритеты и комплекс мер по повышению результативности действий государства на рынке, по реструктурированию брокерско-дилерских компаний, по диверсификации предложения

ценных бумаг, созданию новых сегментов рынка, изменению архитектуры торговых систем, по выводу предприятий на рынок и работе с эмитентами, по диверсификации акционерной собственности как основы ликвидного рынка, по налоговому стимулированию денежного спроса на корпоративные ценные бумаги, по дополнительной защите инвесторов от нарушений честности и справедливости механизма ценообразования и др.

Реализация концепции развития российского рынка ценных бумаг должна содействовать повышению роли рынка в инвестициях в реальный сектор, снижению его рисков, обеспечению честности и справедливости ценообразования, росту операционной способности рынка.

## Приложение 1

### Расчеты волатильности страновых рынков ценных бумаг (декабрь 1995 – декабрь 2000 гг.)\*

NN	Страны	Коэффициент вариации, %	Коэффициент «Максимум по ряду/ Средняя по ряду»	Коэффициент «Средняя по ряду/ Минимум по ряду»	Станд. отклонение значений месячных изменений индексов, выраженных %**
1	Австралия	6.46	1.13	1.26	н/д
2	Норвегия	12.54	1.31	1.29	н/д
3	Австрия	13.43	1.39	1.36	н/д
4	Аргентина	13.99	1.31	1.43	9.85
5	Иордания	14.56	1.26	1.38	3.58
6	Польша	14.73	1.34	1.42	11.91
7	Чехия	14.93	1.34	1.53	7.44
8	Великобритания	17.74	1.26	1.48	3.51
9	Япония	17.76	1.30	1.58	6.49
10	Гонконг	18.14	1.36	1.84	н/д
11	Ирландия	18.34	1.33	1.50	н/д
12	Чили	18.35	1.34	1.64	7.42
13	Нидерланды	18.44	1.25	1.55	н/д
14	Швейцария	18.96	1.32	1.50	н/д
15	Тайвань	19.65	1.45	1.55	9.37
16	Бельгия	20.11	1.46	1.38	н/д
17	Индия	20.35	1.73	1.52	8.49
18	Южная Африка	20.67	1.47	1.79	8.62
19	Дания	21.03	1.38	1.54	н/д
20	Мексика	21.55	1.46	1.69	10.15
21	Марокко	21.57	1.38	1.74	4.78
22	Германия	22.48	1.47	1.52	н/д
23	Перу	22.83	1.46	1.67	7.88
24	Сингапур	23.25	1.37	2.27	н/д
25	Бразилия	23.36	1.54	2.05	12.70
26	Нов. Зеландия	23.53	1.39	1.80	н/д
27	Египет	25.21	1.56	1.77	7.96
28	Канада	27.00	1.77	1.53	н/д
29	Италия	27.30	1.40	1.69	н/д
30	США	27.64	1.42	1.78	4.12
31	Испания	28.00	1.38	1.89	н/д
32	Франция	28.22	1.52	1.65	н/д
33	Венгрия	29.56	1.54	3.03	11.29
34	Израиль	31.93	1.90	1.59	6.77
35	Пакистан	36.77	1.70	2.25	12.51
36	Венесуэла	37.39	2.00	2.13	15.44
37	Швеция	37.65	1.97	1.95	н/д
38	Корея	37.80	1.72	3.14	16.74
39	Колумбия	38.06	1.72	2.39	8.55
40	Люксембург	40.00	2.28	1.42	н/д
41	Греция	40.67	1.89	1.96	9.54
42	Филиппины	44.40	1.83	2.54	11.51
43	Турция	46.14	2.37	2.21	18.27
44	Малайзия	52.46	1.95	4.11	14.56
45	Россия	54.06	2.34	5.25	24.50
46	Индонезия	75.34	2.30	6.07	18.79
47	Финляндия	75.92	2.75	3.64	н/д
48	Таиланд	84.08	2.99	4.34	15.94

\*Расчитано по динамическим рядам месячных значений страновых индексов, разработанных MSCI и опубликованным на сайте MSCI в Интернете. Фондовые индексы рассчитаны на основе значений курсовой стоимости акций, рассчитанных в долларах США на конец месяца.

\*\*The S&P Emerging Market Indices. Methodology, Definitions, and Practices, February 2000. – P.27. Опубликовано на сайте в Интернете [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com). Динамические ряды по странам включают в себя 60 месячных значений (февраль 1995 – январь 2000 г.), рассчитанных на основе значений индексов семейства IFC / Standard & Poor's.

## Приложение 2

### Анализ насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами по формирующимся и развитым рынкам

Таблица 1\*

#### Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами (1998 г.), %

Развитые рынки		Формирующиеся рынки	
Капитализация фондового рынка / ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля развитых рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков	Капитализация фондового рынка / ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля формирующихся рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков
0-5	-	0-5	10.3
>5-10	-	>5-10	19.0
>10-20	4.3	>10-20	27.6
>20-30	-	>20-30	15.5
>30-40	8.6	>30-40	10.3
>40-60	17.5	>40-60	6.9
>60-80	17.5	>60-80	6.9
>80-100	13.0	>80-100	-
>100-150	13.0	>100-150	3.5
>150	26.1	>150	-
Итого	100	Итого	100

\*Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1999).

Таблица 2\*

#### Распределение национальных рынков по степени насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами (1996 г.), %

Развитые рынки		Формирующиеся рынки	
Капитализация фондового рынка / ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля развитых рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков	Капитализация фондового рынка / ВВП (по внутренним эмитентам)	Доля формирующихся рынков с соответствующей капитализацией в общем количестве рынков
		0-10	26
		10-20	28
20-40	21	20-30	20
40-60	26	30-60	16
60-100	16	60-100	6
выше 100	37	выше 100	4
х	100	х	100

\*Источники: International Financial Statistics, IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1999). Здесь и далее анализируются следующие рынки: *развитые*- Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Дания, Испания, Италия, Канада, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония, *формирующиеся*- Бангладеш, Боливия, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Гана, Гватемала, Греция, Египет, Замбия, Зимбабве, Израиль, Индия, Индонезия, Иордания, Кения, Китай, Коста-Рика, Колумбия, Корея, Кот-д'Ивуар, Латвия, Литва, Маврикий, Малайзия, Марокко, Мексика, Монголия, Намибия, Непал, Румыния, Сальвадор, Словения, Пакистан, Панама, Парагвай, Перу, Польша, Португалия, Россия, Тринидад и Тобаго, Турция, Филиппины, Чехия, Чили, Шри-Ланка, Эквадор, Южная Африка.

### Приложение 3

#### Статистические материалы и расчетные таблицы для сравнительного анализа рынков ценных бумаг

Показатели	Австрия	Австралия	Аргентина	Бельгия	Бразилия	Великобритания	Венгрия
1	2	3	4	5	6	7	8
Деньги + Квази-Деньги, 2000, млрд. мест. валюты*	182.4 (евро)	446.8	90.6	221.3 (евро)	301.14	933.4 (1999)	5303.0 (1999)
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	260.7	617.2	95.9	316.8	487.3	1131.5 (1999)	5983.1 (1999)
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	34.4	58.6	36.3	33.7	239.0	28.4 (нояб. 2000)	5418.6 (1999)
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.0747	1.805	0.999	1.0747	1.955	1.6164	252.52
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	169.7	247.5	90.6	205.9	154.0	577.5 (1999)	21.0 (1999)
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	242.6	341.9	95.9	294.8	249.3	700.0	23.7
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	29.9	372.8	166.1	182.5	226.2	2855.4	12.0
(BIS) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000, в том числе	152.8	172.0	85.2	323.3	292.5	924.2 (1999)	16.3 (1999)
– государство, млрд. долл., 2000	91.0	69.5	28.8	229.3	244.1	462.0	15.7 (1999)
-финансовые институты, млрд. долл., 2000	58.6	61.0	56.3	74.3	46.3	313.4	-
-корпоративные эмитенты, млрд. долл., 2000	3.3	41.5	-	19.7	2.1	148.8	0.6
ВВП, млрд. долл., 2000	190.3	381.9	285.0	227.1	588.1	1441.8 (1999)	48.4
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	89.2	64.8	31.8	91.4	26.2	40.1	43.4
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	18.9	13.1	40.1	15.2	79.4	3.0	102.2
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	811.4	91.7	57.7	161.5	110.2	24.5	197.5
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	511.0	46.1	51.3	177.1	129.3	32.4	135.8
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	15.7	97.6	58.3	80.4	38.5	198.0	24.8
Показатели	Германия	Гонконг	Греция	Дания	Индия	Ирландия	Испания
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	2016.3	3001.5	25632.0 (1999)	680.0 (1999)	11387.0	87.4	564.2
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	2999.4	1793.4	35991.7 (1999)	697.6 (1999)	10574.7	112.2	726.4
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	250.0	803.4	12427.6 (1999)	281.1 (1999)	3692.1	16.9	80.9
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.0747	7.796	328.44	7.399	46.750	1.0747	1.0747
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	1876.2	385.0	78.0 (1999)	91.9 (1999)	243.6	81.3	525.0





**Продолжение приложения 3**

1	2	3	4	5	6	7	8
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	2790.9	230.0	109.6	94.3	226.2	104.4	675.9
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	1270.2	623.4	110.8 (1999)	105.3 (1999)	148.1	81.9	504.2
(BIS) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000, в том числе	1711.6	41.1	89.8 (1999)	257.9 (1999)	132.8	31.0	331.0
– государство, млрд. долл., 2000	736.5	16.7	89.4 (1999)	87.7 (1999)	106.9	21.6	274.4
-финансовые институты, млрд. долл., 2000	950.0	19.4	0.4	154.2	0.2	-	29.9
-корпоративные эмитенты, млрд. долл., 2000	25.1	4.9	0.0	16.0	25.7	9.4	26.8
ВВП, млрд. долл., 2000	1878.1	163.2	125.0 (1999)	176.3 (1999)	474.2	94.6	560.1
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	99.9	235.9	62.4	52.1	51.4	85.9	93.8
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	12.4	26.8	48.5	41.3	32.4	19.3	14.3
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	219.7	36.9	98.9	89.6	152.7	127.5	134.1
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	134.8	6.6	81.0	244.9	89.7	37.9	65.6
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	67.6	382.0	88.6	59.7	31.2	86.6	90.0
Показатели	Италия	Канада	Китай	Корея	Малайзия	Мексика	Новая Зеландия
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	674.67	670.6	13595.9	413049	348.2	1200.0 (1999)	97.87
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	1148.4	911.1	11866.4	479780	377.2	1016.0 (1999)	129.9
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	158.4	84.9	3939.5	144449	148.3	506.5 (1999)	14.1
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.0747	1.5002	8.2774	1264.5	3.8000	9.5143	2.27
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	627.8	447.0	1642.5	326.7	91.6	126.1 (1999)	43.1
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	1068.5	607.4	1433.6	379.2	99.3	106.8	57.2
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	768.4	779.5	581.0	148.6	116.9	154.0 (1999)	18.2
(BIS) Всего – облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000, в том числе	1272.2	585.4	264.5	271.0	75.5	56.2 (1999)	14.2
– государство, млрд. долл., 2000	976.1	414.2	173.2	73.3	27.8	45.7	14.2
-финансовые институты, млрд. долл., 2000	273.4	100.3	85.0	91.4	5.1	4.2	-
-корпоративные эмитенты, млрд. долл., 2000	22.7	70.9	6.3	106.3	42.6	6.3	-
ВВП, млрд. долл., 2000	1076.9	699.5	1079.8	457.5	89.3	479.9 (1999)	50.2
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	58.3	63.9	152.1	71.4	102.6	26.3	85.8
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	23.5	12.7	29.0	35.0	42.6	42.2	14.4

Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	139.1	77.9	246.7	255.2	84.9	69.4	314.3
--	-------	------	-------	-------	------	------	-------

Продолжение приложения 3

1	2	3	4	5	6	7	8
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	165.6	75.1	45.5	182.4	64.6	36.5	78.0
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	71.4	111.4	53.8	32.5	130.9	32.2	36.3
Показатели	Нидерланды	Норвегия	Польша	Португалия	Сингапур	США	Турция
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	404.6	666.3	294.5	120.1 (евро)	170.9	5855.3 (сент.1999)	40614.0 (1999)
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	617.5	691.5	259.3	163.0	126.3	8216.4	37689.1 (1999)
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	40.6	444.7	138.1	21.3	139.3	595.0 (окт.2000)	18381.0 (1999)
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.0747	8.0395	4.1432	1.0747	1.7315	1.00	541.4
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	376.5	82.9 (1999)	71.1	111.8	98.7	5712.0	75.0 (1999)
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	574.6	86.0	62.6	151.7	72.9	8216.4	69.6
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	640.5	63.7 (1999)	31.4	60.7	155.1	15131.7 (NYSE + Nasdaq)	112.7 (1999)
(BIS) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000, в том числе	245.4	61.4 (1999)	32.1	62.4	22.4	14545.9	43.0 (1999)
– государство, млрд. долл., 2000	162.4	33.6	32.1	35.8	20.4	8034.3	43.0
-финансовые институты, млрд. долл., 2000	44.8	24.3	-	16.2	2.0	4110.1	-
-корпоративные эмитенты, млрд. долл., 2000	38.1	3.4	-	10.4	-	2401.4	-
ВВП, млрд. долл., 2000	370.1	152.9	160.9	105.1	92.3	9962.7	185.3
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	101.9	54.2	44.2	106.4	106.9	58.8	40.5
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	10.03	66.7	46.9	17.7	81.5	10.2	45.3
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	89.7	135.0	199.4	249.9	47.0	54.3	61.8
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	38.3	96.4	102.2	102.8	14.4	96.1	38.2
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	173.1	41.7	19.5	57.8	168.0	151.9	60.8
Показатели	Финляндия	Франция	Чехия	Швейцария	Швеция	Япония	Россия
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	63.8	953.5	1445.6	529.9	909.84	629660	1559.95
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	73.7	1432.3	1122.4	725.7	1652.5	725360	1691.3
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	16.1	115.2	587.0	120.3	231.8	85540	1553.7
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.0747	1.0747	37.813	1.6365	9.535	114.90	28.16
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	59.4	887.2	38.2	323.8	95.4	5480.1	55.39



*Продолжение приложения 3*

1	2	3	4	5	6	7	8
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	68.6	1332.7	29.7	443.4	173.3	6313.0	60.1
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	293.6	1446.6	11.0	792.3	328.3	3193.9	38.9
(BIS) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000, в том числе	68.2	1068.1	23.4	163.2	196.1	6072.3	21.8 (см. табл. 1.9)
– государство, млрд. долл., 2000	42.8	635.7	17.9	53.3	105.4	4543.1	-
-финансовые институты, млрд. долл., 2000	18.3	309.4	2.8	81.0	73.2	773.2	-
-корпоративные эмитенты, млрд. долл., 2000	7.1	122.9	2.7	29.0	17.5	755.8	-
ВВП, млрд. долл., 2000	122.0	1289.1	49.8	242.0	228.4	4759.5	246.7
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	49.3	68.9	76.7	133.8	41.8	115.1	22.4
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	25.2	12.1	40.6	22.7	25.5	13.6	99.6
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	23.4	92.1	270.0	56.0	52.8	197.7	154.5
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	23.2	73.8	212.7	20.6	59.7	190.1	56.0
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	240.7	112.3	22.1	327.4	143.7	67.1	15.8
Показатели	Бангладеш	Венесуэла	Гана	Египет	Замбия	Зимбабве	Израиль
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	822.8	16034.5	3843.8 (1999)	261.0	2335.5	79.4	370.8
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	836.3	10638.8	7361.9 (1999)	309.0	7075.1	119.5	387.8
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	221.4	10694.9	3902.9 (1999)	158.8	9183.3	122.6	107.4
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	54.0	699.75	3448.3	3.69	4157.8	54.95	4.0410
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	15.2	22.9	1.1 (1999)	70.7	0.56	1.44	91.8
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	15.5	15.2	2.1	83.7	1.7	2.17	96.0
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	1.19	8.1	1.1 (окт. 1999)	29.7	0.27 (1999) (FIBV)	2.4	64.1
(FIBV) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000	-	-	-	-	-	-	41.4
ВВП, млрд. долл., 2000	48.8	120.5	4.2	96.0	3.44	7.19	110.3
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	31.1	19.0	26.2	73.6	16.3	20.0	83.2
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	26.9	66.7	101.5	60.8	393.2	154.4	29.0
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	1302.5	187.6	190.9	281.8	629.6	90.4	149.8
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	-	-	-	-	-	-	64.6
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	2.4	6.7	26.2	30.9	7.8	33.4	58.1





Продолжение приложения 3

1	2	3	4	5	6	7	8
Показатели	Индонезия	Иордания	Кения	Колумбия	Коста - Рика	Кот-д' Ивуар	Латвия
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	741824	6.27 (1999)	343.1	44898.4	1699.4	1675.7 (1999)	1.32
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	854726	4.93 (1999)	346.0	51064.3	1482.7	1789.8 (1999)	1.05
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	568580	3.90 (1999)	112.8	27006.8	800.0	1122.0 (1999)	0.68
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	9595.0	1.4104	78.04	2187.0	318.02	652.95	0.613
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	77.3	4.45 (1999)	4.4	20.53	5.34	2.57 (1999)	2.15
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	89.1	3.5	4.4	23.3	4.66	2.74	1.71
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	26.8	5.4 (окт.1999)	1.28	9.56	2.3 (1999) (FIBV)	1.5 (окт.1999)	0.56
(FIBV) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000	0.02		-	-	-	-	-
ВВП, млрд. долл., 2000	153.7	8.07	10.36	82.5	16.28	11.1	6.83
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	50.3	55.1	42.5	24.9	32.8	23.2	31.5
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	76.7	62.2	32.9	60.1	47.1	67.0	51.5
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	332.4	64.8	344.0	243.4	202.6	182.7	305.3
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	0.1	-	-	-	-	-	-
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	17.4	66.9	12.3	11.6	14.1	13.5	8.2
Показатели	Литва	Люксембург	Маврикий	Марокко	Намибия	Нигерия	Пакистан
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	10.46	150.55	94.87	292.8	9.58	1016.5	1476.7
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	6.53	131.76	85.97	331.2	9.27	519.7	1560.2
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	5.04	19.94	27.90	84.77	2.03	1688.4	866.0
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	4.00	1.0747	27.882	10.619	7.569	109.55	58.029
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	2.62	140.1	3.4	27.6	1.27	9.28	25.45
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	1.63	122.6	3.08	31.2	1.2	4.74	26.89
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	1.59	34.0	1.33	10.9	0.3	4.24	6.58
ВВП, млрд. долл., 2000	11.13	18.2	4.3	33.2	2.79	40.6	62.1
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	23.5	769.8	79.1	83.1	45.5	22.9	41.0
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	48.2	13.2	29.4	29.0	21.2	166.1	58.6



Продолжение приложения 3

1	2	3	4	5	6	7	8
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	102.5	360.6	231.6	286.2	400.0	111.8	408.7
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	14.3	186.8	30.9	32.8	10.8	10.4	10.6
Показатели	Панама	Параг- вай	Перу	Румыния	Слова- кия	Словения	Таиланд
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	8.60	5963.9	60.68	186000	601.5	2004.4	5190.1
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	10.96	6224.8	48.57	108573	533.7	1911.1	5465.6
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	3.21	5540.9	33.73	106539	266.6	764.7	2069.4
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	1.00	2140.5	3.527	25926	51.223	227.38	42.268
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	8.60	2.79	17.2	7.17	11.7	8.8	122.8
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	10.96	2.9	13.77	4.19	10.4	8.4	129.3
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	2.79 (FIBV)	0.3 (1999) (FIBV)	10.56	1.07	0.7	2.5	29.5
(FIBV) Всего - облига- ции внутренних эми- тентов непогашенные, млрд. долл., 2000			2.3			1.1	0.2 (1999)
ВВП, млрд. долл., 2000	9.91	7.32	52.3	37.85	20.9	18.3	121.9
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	86.8	38.1	32.9	18.9	56.0	48.1	100.7
Активы центрального банка / Деньги + Ква- зи-Деньги, %, 2000	37.3	92.9	55.6	57.3	44.3	38.2	39.9
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	392.8	966.7	130.4	391.6	1485.7	336.0	438.3
Облигации внутренних эмитентов непогашен- ные / Капитализация рынка акций, %, 2000	-	-	21.8	-	-	44.0	0.7
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	28.2	4.1	20.2	2.8	3.3	13.7	24.2
Показатели	Тринидад и Тобаго	Тунис	Украина	Филиппи- ны	Хорва- тия	Чили	Шри - Ланка
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	23.54	14.75	31.26	2003.9 (нояб. 2000)	72.55	18752.7	355.3 (1999)
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	15.64	17.57	40.51	2091.3	72.05	27987.1	383.2 (1999)
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	12.11	3.08	31.22	1022.1	29.36	14748.9	171.7 (1999)
Валютный курс на конец года – местн. валюта /долл. (2000)	6.30	1.3853	5.435	49.998	8.155	572.68	72.17
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	3.74	10.64	5.75	40.1	8.9	32.7	4.9 (1999)
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	2.48	12.7	7.45	41.8	8.83	48.9	5.31
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	4.33	2.83	1.88	25.3 FIBV	2.74	60.4	1.49 (окт.1999)
(FIBV) Всего - облига- ции внутренних эми- тентов непогашенные,	-	-	-	-	-	24/0	0.07

млрд. долл., 2000							
-------------------	--	--	--	--	--	--	--

**Продолжение приложения 3**

1	2	3	4	5	6	7	8
ВВП, млрд. долл., 2000	7.47	19.87	30.35	75.2	19.76	70.0	15.8
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	50.1	53.5	18.9	53.3	45.0	46.7	31.0
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	51.4	20.1	99.9	51.0	40.5	78.6	48.3
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	57.2	448.8	396.3	125.1	322.3	81.0	356.4
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	-	-	-	-	-	39.7	4.7
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	58.0	14.2	6.2	33.6	13.9	86.3	9.4
Показатели	Эквадор	Эстония	ЮАР	Молдова	Монголия		
Деньги + Квази-Деньги, 2000 млрд. местн. валюты*	16.0	33.17	499.1	3.57	258.84		
Внутренний кредит, 2000, млрд. местн. валюты*	8.7	33.76	669.5	4.04	70.60		
Активы центрального банка, 2000, млрд. местн. валюты*	3.26	8.39	82.8	4.72	250.48		
Валютный курс на конец года – местн. валюта / долл. (2000)	Измерение в USD	16.82	7.5685	12.3833	1097.0		
Долларовый эквивалент денежной массы, млрд. долл. (2000)	16.0	1.97	65.9	0.38	0.236		
Долларовый эквивалент внутреннего кредита, млрд. долл., 2000	8.7	2.01	88.5	0.33	0.064		
Капитализация рынка акций, млрд. долл., 2000	0.7	1.85	205.0	0.05	0.045		
(FIBV) Всего - облигации внутренних эмитентов непогашенные, млрд. долл., 2000	-	-	55.1	-	-		
ВВП, млрд. долл., 2000	19.7 (IFS)	5.09	125.7	1.43	1.0		
Деньги + Квази-Деньги / ВВП, %, 2000	81.2	38.7	52.4	26.6	23.6		
Активы центрального банка / Деньги + Квази-Деньги, %, 2000	20.4	25.3	16.6	Больше 100%	96.8		
Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 2000	1242.8	108.6	43.2	660.0	142.2		
Облигации внутренних эмитентов непогашенные / Капитализация рынка акций, %, 2000	-	-	26.9	-	-		
Капитализация рынка акций / ВВП, %, 2000	5.5	36.3	163.5	3.5%	4.5%		

Методологические примечания:

**Денежная масса** рассчитана по IMF International Financial Statistics 2000 – 2001 (Money + Quasi – Money). При отсутствии показателя Money + Quasi – Money для расчета бралась сумма строк 34 и 35 справочника IMF International Financial Statistics. **Показатель ВВП** определен на основе базы данных World Economic Outlook May 2001 ([www.imf.org](http://www.imf.org)). **Капитализация** рынка акций дана по FIBV Annual Report 2000, S&P/IFC Emerging Stock Markets Review 2000. Оценка капитализации рынка по Молдове – по данным Молдавской фондовой биржи ([www.moldse.md](http://www.moldse.md)), по Монголии – по данным Монгольской фондовой биржи ([www.mse.com.mn](http://www.mse.com.mn)). **Облигации внутренних эмитентов непогашенные** – приводятся данные BIS Quarterly Statistics (June 2001), а также – по тем странам, по которым статистика BIS отсутствует - данные отчета FIBV Annual Report 2000 (биржевые рынки облигаций). По России – используются данные расчетов автора по облигациям (BIS занижает их величину на размер портфеля облигаций в активах Банка России – по результатам дискуссии в BIS в июне 2001 г.). **Долларовые эквиваленты** показателей рассчитаны по валютным курсам к доллару США на конец периода, приведенным в IMF International Financial Statistics 2000 – 2001. Данные по Венгрии, Великобритании, Гане, Греции, Дании, Иордании, Кот-д’Ивуар, Мексике, Норвегии, Турции, Шри-Ланка – за 1999 г.

## Приложение 4

### Величина рыночного процента по странам

(доходность краткосрочных государственных заимствований, процентные ставки по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям, валютное измерение доходности)

#### 1. Доходность краткосрочных государственных заимствований

Страны	Доходность краткосрочных государственных заимствований, %											
	1995	1996				1997				1998		
	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	ИЮЛЬ
Швейцария	2.78	1.51	2.02	1.91	1.44	1.61	1.36	1.27	1.56	1.08	1.49	1.89
Непал	9.90	11.40	12.70	11.75	11.51	10.99	6.03	3.28	2.52	4.00	3.10	2.40
Эфиопия	12.00	12.00	9.39	4.01	3.48	3.65	4.25	4.36	3.60	3.65	3.34	3.43
Франция	6.66	4.44	3.88	3.77	3.36	3.23	3.36	3.34	3.54	3.51	3.54	3.50
Латвия	28.24	29.80	13.77	11.27	10.24	6.61	4.79	3.93	3.60	4.71	5.13	3.53
Бельгия	4.67	3.37	3.24	3.15	3.02	3.21	3.22	3.50	3.60	3.53	3.61	3.57
Германия	4.40	3.40	3.42	3.29	3.10	3.12	3.22	3.20	3.75	3.52	3.68	3.63
Португалия	7.75	6.39	5.62	5.70	5.30	4.83	4.55	4.33	4.01	н/д	н/д	н/д
Швеция	8.75	7.64	6.09	5.13	4.31	3.94	4.06	4.11	4.32	4.41	4.39	4.11
Испания	9.79	8.37	7.28	7.05	6.24	5.33	5.14	4.96	4.66	4.11	4.04	4.40
Австрия	6.47	5.42	5.45	5.42	4.90	4.65	4.71	4.77	5.01	4.58	4.59	4.43
Италия	10.85	9.70	8.69	8.41	7.06	6.90	6.55	6.27	5.61	5.40	4.87	4.56
Канада	6.89	5.11	4.69	4.14	2.89	2.96	3.00	3.18	3.89	4.44	4.82	4.93
Австралия	7.64	7.37	7.36	6.99	6.34	5.81	5.60	4.89	4.87	4.90	4.88	4.94
США	5.51	4.95	5.04	5.14	5.01	5.06	5.07	5.06	5.09	5.08	5.01	4.96
Мальта	4.65	4.96	4.99	5.00	5.00	5.02	5.05	5.09	5.15	5.31	5.42	5.44
Ирландия	6.19	5.05	5.20	5.60	5.74	5.65	6.25	6.23	6.43	6.20	6.29	н/д
Кувейт	7.35	6.84	6.99	6.88	7.00	6.99	6.98	6.99	6.94	н/д	н/д	6.93
Великобритания	6.33	5.95	5.73	5.52	5.88	5.91	6.20	6.76	7.02	6.89	7.10	7.22
Исландия	7.22	7.52	6.52	6.73	7.10	7.13	7.03	6.88	7.13	7.34	7.28	7.27
Новая Зеландия	8.82	8.56	9.74	9.74	8.30	7.35	6.81	7.99	7.97	8.93	8.52	7.65
Гонконг	5.55	5.09	5.24	5.19	4.45	5.21	5.67	6.62	7.50	6.03	9.26	7.87
Малайзия	5.50	6.28	6.32	6.54	6.51	6.29	6.43	6.20	6.70	5.95	8.88	8.06
Танзания	40.33	23.29	11.52	13.11	13.27	9.07	6.26	12.34	10.70	11.61	10.38	8.26
Литва	26.82	32.60	20.91	18.43	11.86	9.92	9.64	7.39	7.59	9.67	9.99	8.85
Греция	н/д	12.6	12.4	11.9	10.7	9.5	8.8	8.4	н/д	13.3	11.1	11.5
Израиль	14.4	14.0	15.9	16.8	15.4	14.3	13.9	13.4	13.9	13.1	12.1	11.4
Словения	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	11.50
Нигерия	12.50	н/д	н/д	н/д	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	н/д
Ливан	19.40	15.87	15.70	14.76	14.43	13.90	13.57	13.11	13.09	13.09	12.96	12.69
Шри-Ланка	16.81	17.73	15.46	17.40	17.40	13.48	12.73	10.50	н/д	11.44	12.09	12.77
Боливия	24.51	23.88	20.61	19.65	15.60	14.68	14.64	13.40	11.88	11.82	12.41	12.84
Филиппины	11.76	12.76	12.91	12.09	11.59	10.52	10.45	13.89	16.70	17.82	14.52	14.66
Пакистан	12.49	12.77	12.94	13.16	15.53	16.88	16.92	15.62	13.52	15.10	15.98	15.74
Казахстан	48.98	40.33	30.99	29.60	28.91	22.56	13.18	11.99	15.15	17.01	н/д	н/д
Венгрия	32.0	26.4	24.1	23.3	22.1	21.1	20.6	19.5	19.2	19.2	17.8	н/д
Польша	25.6	22.0	21.2	19.4	18.7	20.0	20.8	22.3	23.2	22.6	21.5	18.6
Намбия	13.91	14.10	15.41	15.53	15.94	16.16	15.83	15.66	15.12	14.82	14.67	18.73
Южная Африка	13.53	14.03	15.32	15.39	15.40	15.94	15.64	14.86	14.59	13.89	13.99	18.99
Замбия	39.81	н/д	н/д	н/д	52.78	46.17	30.47	22.07	19.23	17.73	20.06	н/д
Мексика	48.44	40.34	30.49	27.22	27.52	21.67	19.98	18.58	18.98	18.85	18.81	20.08
Лаос	20.46	24.00	23.51	25.87	н/д	н/д	н/д	н/д	20.38	19.30	23.33	24.00
Кения	18.29	23.96	20.95	21.82	22.28	21.51	19.97	23.33	26.66	26.53	26.03	24.45
Бразилия	49.93	29.85	24.96	24.36	23.74	22.09	21.55	21.49	34.04	34.01	23.13	н/д
Молдова	52.9	50.0	42.6	34.9	28.5	29.0	23.2	19.0	23.3	26.6	27.4	32.7
Гана	35.38	40.50	41.15	42.19	42.71	42.80	42.80	42.80	42.69	39.63	38.08	33.55
Армения	37.81	38.40	38.17	36.83	52.20	72.00	61.63	46.77	42.97	53.99	40.22	35.96
Болгария	48.27	42.78	74.38	112.4	227.7	217.4	81.15	7.91	7.00	6.72	5.86	5.98
Венесуэла	53.38	н/д	н/д	н/д	49.09	17.05	36.15	23.27	25.16	30.67	40.97	н/д
Киргизия	34.9	34.3	35.8	40.0	50.3	55.2	37.3	25.0	25.8	24.8	29.30	42.0
Румыния	н/д	50.1	53.3	50.2	50.9	115.7	104.2	45.9	77.1	90.0	52.9	42.5
Россия	168.0	89.6	144.9	67.6	42.2	27.9	24.4	17.7	23.7	26.0	40.10	58.0

Методологическое примечание: Treasury Bill Rate - стр. 60с статистических сборников «International Financial Statistics» July 1999, April 2001, публикуемых Международным валютным фондом. По Австрии и Венесуэле приведен показатель 61 – Доходность по государственным облигациям (Government Bond Yield).

#### 2. Процентные ставки по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям

По ряду стран данные о доходности краткосрочных государственных заимствований в статистических сборниках «International Financial Statistics» отсутствуют. Имеются в виду следующие страны: Австрия, Азербайджан, Алжир, Аргентина, Бангладеш, Белоруссия, Гватемала, Гонду-

## Продолжение приложения 4

рас, Дания, Доминиканская Республика, Египет, Индия, Индонезия, Иордания, Иран, Кипр, Китай, Колумбия, Корея, Коста-Рика, Кот-д'Ивуар, Маврикий, Мавритания, Мали, Монголия, Нигерия, Норвегия, ОАЭ, Оман, Панама, Парагвай, Перу, Сенегал, Сингапур, Словакия, Судан, Таиланд, Тунис, Турция, Украина, Финляндия, Хорватия, Чехия, Чили, Эквадор, Эстония, Япония – всего по 47 странам (ряд мусульманских стран, например, Иран, Объединенные Арабские Эмираты и т.п., вообще не публикуют статистики процентных ставок (исламские финансы)).

По указанным странам ниже приводится показатель Lending Rate - стр. 60р статистических сборников «International Financial Statistics» July 1999, April 2001, публикуемых Международным валютным фондом.

Страны	Процентные ставки по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям, %											
	1995	1996				1997				1998		
		1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	июль
Япония	3.40	2.73	2.69	2.64	2.58	2.51	2.48	2.43	2.38	2.37	2.34	2.32
Австрия	6.47	5.42	5.45	5.42	4.90	4.65	4.71	4.77	5.01	4.58	4.59	4.43
Финляндия	7.75	6.72	6.31	6.01	5.59	5.35	5.27	5.20	5.35	5.38	5.35	5.36
Норвегия	7.78	7.47	7.15	7.09	6.68	5.96	5.79	6.06	6.00	5.96	6.25	н/д
Дания	10.3	9.3	8.6	8.6	8.3	7.8	7.6	7.7	7.8	7.6	7.8	н/д
Сингапур	6.37	6.26	6.26	6.26	6.26	6.26	6.26	6.26	6.51	7.77	7.77	7.79
Аргентина	17.85	10.81	9.81	10.91	10.51	9.48	7.90	7.76	11.82	10.09	8.37	8.02
Кипр	8.50	8.50	8.50	8.50	8.50	8.33	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
Иордания	10.66	10.97	11.16	11.38	11.48	11.96	12.22	12.46	12.36	н/д	н/д	н/д
Китай	12.06	12.06	10.98	10.08	10.08	10.98	10.08	10.08	8.64	7.92	7.92	6.93
Оман	9.38	9.34	9.26	9.37	9.23	9.18	9.17	9.08	9.30	9.39	9.58	н/д
Панама	11.10	10.71	10.25	10.88	10.63	10.44	10.58	10.90	10.59	10.88	11.36	11.45
Египет	16.5	15.5	15.5	15.5	15.8	14.2	13.9	13.8	13.3	12.8	13.1	13.0
Чехия	12.80	12.54	12.35	12.74	12.54	11.98	14.08	13.32	13.45	13.56	13.47	13.03
Бангладеш	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
Индия	15.46	16.50	16.50	16.00	14.83	14.50	13.83	13.50	13.50	13.50	14.00	14.00
Словакия	16.85	14.43	13.09	13.80	14.34	15.51	18.21	19.88	21.00	21.82	20.54	14.05
Таиланд	13.25	13.75	13.42	13.25	13.17	13.00	12.75	13.92	14.92	15.25	15.25	15.25
Корея	9.0	9.0	8.8	11.1	11.0	11.4	11.4	11.6	13.1	17.3	16.9	15.4
Гватемала	21.2	22.4	22.9	22.9	22.7	21.3	19.3	17.6	16.4	16.2	16.2	16.1
Хорватия	20.24	25.68	24.74	20.75	18.88	17.23	15.99	14.50	14.16	14.66	16.32	16.02
Эстония	15.95	15.99	14.47	14.07	13.67	11.16	9.20	10.74	19.82	13.88	14.74	16.50
Маврикий	20.81	20.92	21.33	20.50	20.50	20.50	16.83	18.33	20.00	20.00	19.67	19.50
Коста-Рика	36.7	30.39	25.83	24.50	24.38	23.57	22.25	22.08	22.00	21.78	21.86	22.33
Чили	18.16	15.17	21.23	15.94	17.14	17.23	13.45	14.67	17.34	16.85	16.53	24.02
Доминиканская Республика	30.68	23.48	24.18	24.20	21.98	22.53	21.13	20.36	20.00	21.89	26.83	27.76
Белоруссия	175.0	83.2	65.5	56.4	44.2	36.5	32.8	30.7	27.2	28.3	27.8	26.7
Перу	27.2	26.0	25.5	25.9	26.9	28.2	29.7	31.0	30.9	29.9	29.6	29.4
Гондурас	27.0	28.7	30.0	30.4	29.8	30.4	32.6	33.0	32.3	31.7	30.2	30.2
Парагвай	30.98	29.20	29.63	28.88	27.90	28.09	26.93	27.48	25.68	28.13	27.95	31.70
Индонезия	18.85	19.30	19.24	19.17	19.16	18.98	18.72	23.38	26.19	26.33	32.16	34.12
Монголия	114.9	94.1	73.1	92.3	91.9	88.6	82.3	80.6	74.8	44.9	44.9	41.3
Колумбия	42.7	43.7	43.9	41.4	39.0	36.7	34.3	33.2	32.6	35.3	43.7	43.8
Эквадор	55.67	59.02	56.08	57.21	45.70	44.45	44.40	42.75	40.50	41.35	45.52	50.84
Украина	122.7	108.0	83.43	64.33	63.80	59.78	52.10	43.61	40.97	47.12	47.58	53.04

### 3. Расчет доходности по инвестициям в валютном выражении по группе стран, имеющих наиболее высокий рыночный процент

Расчет доходности инвестиций в валютном выражении (по долларам США), % произведен по следующей методике: Доходность краткосрочных государственных ценных бумаг, % / Изменение курса доллара США по отношению к национальной валюте, % за предшествующий годовой период x 100. Таким образом, например, при измерении доходности на конец 3 квартала, она будет пересчитываться по изменению курса доллара США с 3 квартала предшествующего года по 3 квартал текущего года. Доходность краткосрочных государственных ценных бумаг рассчитывается по показателю Treasury Bill Rate - стр. 60с статистического сборника «International Financial Statistics» (June 1999), публикуемого Международным валютным фондом. Изменение курса доллара США по отношению к национальной валюте рассчитывается по показателю Market Rate / Official Rate (на конец периода) – строка ае



## Продолжение приложения 4

статистического сборника «International Financial Statistics» (June 1999), публикуемого Международным валютным фондом.

Страны	Периоды времени											
	1995	1996				1997				1998		
		1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	июль
Доходность краткосрочных государственных ценных бумаг, %												
Бразилия	49.93	29.85	24.96	24.36	23.74	22.09	21.55	21.49	34.04	34.01	23.13	н/д
Молдова	52.9	50.0	42.6	34.9	28.5	29.0	23.2	19.0	23.3	26.6	27.4	32.7
Гана	35.38	40.50	41.15	42.19	42.71	42.80	42.80	42.80	42.69	39.63	38.08	33.55
Армения	37.81	38.40	38.17	36.83	52.20	72.00	61.63	46.77	42.97	53.99	40.22	35.96
Болгария	48.27	42.78	74.38	112.4	227.7	217.4	81.15	7.91	7.00	6.72	5.86	5.98
Киргизия	34.9	34.3	35.8	40.0	50.3	55.2	37.3	25.0	25.8	24.8	29.30	42.0
Румыния	н/д	50.1	53.3	50.2	50.9	115.7	104.2	45.9	77.1	90.0	52.9	42.5
<b>Россия</b>	168.0	89.6	144.9	67.6	42.2	27.9	24.4	17.7	23.7	26.0	40.10	58.0
Процентные ставки по кратко- и среднесрочным кредитам банков частным компаниям												
Монголия	114.9	94.1	73.1	92.3	91.9	88.6	82.3	80.6	74.8	44.9	44.9	41.3
Эквадор	55.67	59.02	56.08	57.21	45.70	44.45	44.40	42.75	40.50	41.35	45.52	50.84
Украина	122.7	108.0	83.43	64.33	63.80	59.78	52.10	43.61	40.97	47.12	47.58	53.04
Динамика изменения курса доллара США по отношению к национальной валюте, %												
Бразилия	1.150	1.100	1.089	1.071	1.068	1.073	1.073	1.072	1.074	1.074	1.074	н/д
Молдова	1.054	1.019	1.025	1.019	1.034	1.006	0.988	0.999	1.002	1.039	1.020	н/д
Гана	1.377	1.428	1.417	1.327	1.211	1.192	1.214	1.285	1.295	1.229	1.150	н/д
Армения	0.991	0.993	1.004	1.031	1.082	1.181	1.244	1.215	1.138	1.052	0.985	н/д
Болгария	1.071	1.192	2.353	3.381	6.893	20.15	11.05	7.67	3.645	1.154	1.053	н/д
Киргизия	1.052	1.071	1.152	1.220	1.184	1.518	1.477	1.399	1.110	1.036	1.077	н/д
Румыния	1.459	1.590	1.533	1.532	1.565	2.382	2.322	2.335	1.988	1.214	1.233	н/д
<b>Россия</b>	1.307	0.991	1.126	1.197	1.198	1.180	1.132	1.086	1.072	1.066	1.072	н/д
Монголия	1.144	1.130	1.183	1.300	1.464	1.697	1.502	1.337	1.173	0.985	1.051	н/д
Эквадор	1.288	1.130	1.183	1.300	1.244	1.245	1.257	1.252	1.218	1.225	1.322	н/д
Украина	1.722	1.437	1.262	1.035	1.053	0.990	1.040	1.061	1.005	1.102	1.111	н/д
Доходность в валютном выражении (по доллару США), %												
Бразилия	43.42	27.14	22.92	22.75	22.23	20.59	20.08	20.05	31.69	31.67	21.54	н/д
Молдова	50.19	49.07	41.56	34.25	27.56	28.83	23.48	19.02	23.25	25.60	26.86	н/д
Гана	25.69	28.36	29.04	31.79	35.27	35.91	35.26	33.31	32.97	32.25	33.11	н/д
Армения	38.15	38.67	38.02	35.72	48.24	60.97	49.54	38.49	37.76	51.32	40.83	н/д
Болгария	45.07	35.89	31.61	33.24	33.03	10.79	7.34	1.03	1.92	5.82	5.57	н/д
Киргизия	33.17	32.03	31.08	32.79	42.48	36.36	25.25	17.87	23.24	23.94	27.21	н/д
Румыния	н/д	31.51	34.77	32.77	32.52	48.57	44.88	19.66	38.78	74.14	42.90	н/д
<b>Россия</b>	128.5	90.41	128.7	56.47	35.23	23.64	21.55	16.30	22.11	24.39	37.41	н/д
Монголия	100.4	83.27	61.79	71.00	62.77	52.21	54.79	60.28	63.77	45.58	42.72	н/д
Эквадор	43.22	52.23	47.40	44.01	36.74	35.70	35.32	34.15	33.25	33.76	34.43	н/д
Украина	71.25	75.16	66.11	62.15	60.59	60.38	50.10	41.10	40.77	42.76	42.83	н/д

Средняя арифметическая доходности в валютном выражении за 4 кв. 1995 – 2 кв. 1998: Армения – 43.43%, Болгария – 19.21%, Бразилия – 25.83%, Гана – 32.09%, Киргизия – 29.58%, Монголия – 63.51, Молдова – 31.79%, Россия – 53.16%, Румыния – 36.41%, Украина – 55.75%, Эквадор – 30.51%

## Приложение 5

### Финансовые рынки с преобладанием акций против рынков с преимущественно долговым финансированием (1996 г.)

Финансовые рынки с преобладанием акций (Внутренний кредит < Капитализация рынка акций)		Финансовые рынки с преимущественно долговым финансированием (Внутренний кредит > Капитализация рынка акций)			
Страны	Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 1996	Страны	Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 1996	Страны	Внутренний кредит / Капитализация рынка акций, %, 1996
<i>Страны Северной Америки</i>					
Канада	94.7				
Мексика	93.6				
<i>Страны Латинской Америки</i>					
Гватемала	14.7	Боливия	3687.5	Панама	471.1
Перу	56.7	Бразилия	112.7	Парагвай	548.8
Чили	65.0	Венесуэла	124.0	Сальвадор	955.5
		Колумбия	130.0	Тринидад и Тобаго	138.6
		Коста-Рика	371.6	Эквадор	315.6
<i>Страны Европы</i>					
Люксембург	41.8	Австрия	816.6 (1995)	Польша	570.1
Литва	99.0	Бельгия	340.1	Португалия	419.6
Швеция	69.4	Венгрия	412.5	Румыния	2000.5
		Греция	294.0	Словакия	517.4
		Дания	142.7	Словения	947.4
		Испания	252.4	Турция	204.1
		Италия	445.1	Швейцария	133.8
		Латвия	438.5	Финляндия	125.3
		Нидерланды	129.0	Чехия	238.6
		Норвегия	158.2		
<i>Страны Азии</i>					
Гонконг	53.9	Бангладеш	208.8	Маврикий	161.5
Иордания	63.3	Египет	394.6	Монголия	651.7
Малайзия	36.7	Израиль	225.9	Непал	772.0
Сингапур	40.8	Индия	132.1	Пакистан	297.6
Филиппины	68.8	Индонезия	135.7	Таиланд	182.9
		Китай	700.0	Шри - Ланка	270.7
		Корея	228.6		
<i>Страны Африки</i>					
Гана	88.3	Кения	228.5	Намибия	318.0
Зимбабве	72.8	Кот-д'Ивуар	344.8	Нигерия	299.2
Южная Африка	37.9	Марокко	233.3		
<i>Страны Австралии и Океания</i>					
		Австралия	121.7	Новая Зеландия	151.2

Составлено по данным - IFC Emerging Stock Markets Factbooks (1995-1997), International Financial Statistics 1998 – 1999 (показатель Domestic Credit – Line 32 of IFS).

Отраслевая структура рынков акций

**Методологическое примечание:** анализ отраслевой структуры по 34 формирующимся рынкам акций сделан на основе Standard& Poor's / IFC Emerging Stock Market Review (Performance, Valuations and Constituents), January 2001. С этой целью рассматривалась композиция индексов S&P/IFCG Global по каждой стране, выделялись первые по капитализации 7 компаний. Далее на основе отраслевого классификатора SIC, приведенного в справочнике, и соответствующего кода SIC, присвоенного компаниям, определялась их отраслевая принадлежность.

Страны	Отраслевая принадлежность компаний, занимающих ведущее место в капитализации рынка (январь 2001)						
	1 место по капитализации	2 место по капитализации	3 место по капитализации	4 место по капитализации	5 место по капитализации	6 место по капитализации	7 место по капитализации
1	2	3	4	5	6	7	8
Аргентина	Добыча нефти и газа	Металлообработка	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Металлообработка	Банковское дело
Бахрейн	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Страхование
Бразилия	Нефтепереработка	Нефтепереработка	Коммуникации	Пищевая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Чили	Коммуникации	Электроэнергетика	Бумажная отрасль	Банковское дело	Торговля	Бумажная отрасль	Коммуникации
Китай	Коммуникации	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Электронное и электромашиностроение	Добыча нефти и газа
Колумбия	Пищевая индустрия	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Банковское дело	Торговля	Производство цемента	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Пищевая индустрия
Чехия	Коммуникации	Электроэнергетика	Коммуникации	Банковское дело	Банковское дело	Производство табачных изделий	Нефтепереработка
Египет	Коммуникации	Строительство	Коммуникации	Банковское дело	Пищевая индустрия	Производство цемента	Производство цемента
Греция	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Пищевая индустрия	Коммуникации	Коммуникации	Банковское дело
Венгрия	Коммуникации	Банковское дело	Добыча нефти и газа	Химическая индустрия	Химическая и фармацевти-ческая индустрия	Химическая и фармацевти-ческая индустрия	Химическая и фармацевти-ческая индустрия
Индия	Промышл. производство диверсифиц. продукции	Программное обеспечение и инф. технологии	Производство одежды и текстиля	Производство табачных изделий	Программное обеспечение и инф. технологии	Производство фильмов и телевизионных программ	Электронное и электромашиностроение
Индонезия	Производство табачных изделий	Производство табачных изделий	Промышл. производство диверсифиц. продукции	Пищевая индустрия	Коммуникации	Диверсифицированные холдинги	Банковское дело
Израиль	Химическая и фармацевти-ческая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Коммуникации	Диверсифицированные холдинги	Страхование	Диверсифицированные холдинги
Иордания	Банковское дело	Производство цемента	Банковское дело	Химическая и фармацевти-ческая индустрия	Нефтепереработка	Электроэнергетика	Химическая и фармацевти-ческая индустрия
Южная Корея	Электронное и электромашиностроение	Коммуникации	Коммуникации	Металлургия	Электроэнергетика	Банковское дело	Коммуникации
Малайзия	Банковское дело	Транспортировка газа	Транспортировка газа	Коммуникации	Производство табачных изделий	Банковское дело	Гостиницы
Мексика	Коммуникации	Торговля	Финансовые компании	Коммуникации	Производство цемента	Коммуникации	Финансовые холдинги и инвестиционные компании
Марокко	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Добыча нефти и газа	Банковское дело	Банковское дело	Производство цемента

*Продолжение приложения 6*

1	2	3	4	5	6	7	8
Нигерия	Банковское дело	Пищевая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Промышл. производство диверсифиц. продукции	Пищевая индустрия	Пищевая индустрия
Оман	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Бизнес - услуги	Электроэнергетика	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Водный транспорт
Пакистан	Электроэнергетика	Нефтепереработка	Химическая и фармацевтическая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия	Нефтепереработка	Пищевая индустрия	Химическая и фармацевтическая индустрия
Перу	Добыча металлической руды	Пищевая индустрия	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Банковское дело	Производство цемента	Почтовые услуги	Банковское дело
Польша	Коммуникации	Банковское дело	Нефтепереработка	Торговля	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Филиппины	Коммуникации	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Банковское дело	Пищевая индустрия	Операции с недвижимостью	Производство строительных материалов	Банковское дело
Россия	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Добыча нефти и газа	Электроэнергетика	Металлургия	Коммуникации	Добыча нефти и газа
Саудовская Аравия	Банковское дело	Банковское дело	Промышл. производство диверсифиц. продукции	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело
Словакия	Нефтепереработка	Транспортировка энергоносителей	Химическая и фармацевтическая индустрия	Металлургия	Страхование	Банковское дело	Химическая и фармацевтическая индустрия
Южная Африка	Добыча алмазов	Добыча металлической руды	Банковское дело	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Нефтепереработка	Страхование
Шри - Ланка	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Производство табачных изделий	Пищевая индустрия	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Банковское дело	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Банковское дело
Тайвань	Электронное и элетромашиностроение	Электронное и элетромашиностроение	Страхование	Электронное и элетромашиностроение	Банковское дело	Электронное и элетромашиностроение	Производство пластмасс
Таиланд	Коммуникации	Банковское дело	Коммуникации	Банковское дело	Коммуникации	Коммуникации	Производство цемента
Турция	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Коммуникации	Банковское дело	Прочие (неклассифицируемые) отрасли	Банковское дело	Банковское дело
Венесуэла	Коммуникации	Банковское дело	Пищевая индустрия	Банковское дело	Банковское дело	Банковское дело	Производство цемента
Зимбабве	Банковское дело	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Коммуникации	Финансовые холдинги и инвестиционные компании	Банковское дело	Общественное питание	Пищевая индустрия
Итого: 238 компаний							



Продолжение приложения 6

Количество компаний	Отраслевая принадлежность компаний, занимающих ведущее место в капитализации рынка (январь 2001)						
	1 место по капитализации	2 место по капитализации	3 место по капитализации	4 место по капитализации	5 место по капитализации	6 место по капитализации	7 место по капитализации
1	2	3	4	5	6	7	8
Банковское дело							
73 банка из 32 страны	Бахрейн, Греция, Зимбабве, Иордания, Малайзия, Нигерия, Оман, Саудовская Аравия, Турция	Венгрия, Венесуэла, Греция, Израиль, Китай, Марокко, Нигерия, Оман, Польша, Саудовская Аравия, Таиланд	Аргентина, Бахрейн, Израиль, Иордания, Колумбия, Оман, Филиппины, Южная Африка	Египет, Китай, Бахрейн, Венесуэла, Нигерия, Перу, Саудовская Аравия, Таиланд, Турция, Чехия, Чили, Южная Африка	Аргентина, Бахрейн, Венесуэла, Бразилия, Зимбабве, Марокко, Польша, Саудовская Аравия, Тайвань, Чехия, Шри - Ланка	Бахрейн, Бразилия, Венесуэла, Малайзия, Марокко, Польша, Саудовская Аравия, Словакия, Турция	Аргентина, Бразилия, Греция, Индонезия, Перу, Польша, Саудовская Аравия, Турция, Филиппины, Шри - Ланка
Финансовые холдинги и инвестиционные компании							
13 финансовых институтов из 9 стран	Марокко	Зимбабве, Колумбия, Турция, Филиппины	Марокко, Мексика, Перу	Зимбабве	Южная Африка	Колумбия, Оман	Мексика
Страхование и операции с недвижимостью							
6 финансовых институтов из 6 стран			Тайвань		Словакия, Филиппины	Израиль	Бахрейн, Южная Африка
Коммуникации							
32 компании из 17 стран	Венгрия, Венесуэла, Египет, Мексика, Китай, Польша, Филиппины, Таиланд, Чехия, Чили	Южная Корея	Египет, Бразилия, Зимбабве, Китай, Таиланд, Турция, Чехия, Южная Корея	Аргентина, Израиль, Малайзия, Мексика	Греция, Индонезия, Таиланд	Греция, Мексика, Россия, Таиланд	Чили, Южная Корея
Добыча нефти и газа							
9 компаний из 5 стран	Аргентина, Россия	Россия	Венгрия, Россия	Марокко	Китай		Китай, Россия
Нефтепереработка							
10 компаний из 7 стран	Бразилия, Словакия	Бразилия, Пакистан	Польша		Иордания, Пакистан	Южная Африка	Чехия
Транспортировка газа и других энергоносителей							
3 компании из 2 стран		Малайзия, Словакия	Малайзия				
Электроэнергетика							
7 компаний из 7 стран	Пакистан	Чехия, Чили		Оман, Россия	Южная Корея	Иордания	
Химическая и фармацевтическая индустрия							
12 компаний из 5 стран	Израиль		Пакистан, Словакия	Венгрия, Иордания, Пакистан	Венгрия	Венгрия	Венгрия, Иордания, Пакистан, Словакия
Производство цемента и строительных материалов							
10 компаний из 9 стран		Иордания			Колумбия, Мексика, Перу	Египет, Филиппины	Венесуэла, Египет, Марокко, Таиланд
Пищевая индустрия и производство напитков							
15 компаний из 13 стран	Колумбия	Нигерия, Перу	Венесуэла, Шри - Ланка	Греция, Египет, Индонезия, Бразилия, Филиппины		Нигерия, Пакистан	Зимбабве, Колумбия, Нигерия
Производство табачных изделий							
6 компаний из 5 стран	Индонезия	Индонезия, Шри - Ланка		Индия	Малайзия	Чехия	
Добыча алмазов и металлической руды							
3 компании из 2 стран	Перу, Южная Африка	Южная Африка					
Металлургия и металлообработка							
5 компаний из 4 стран		Аргентина		Южная Корея, Словакия	Россия	Аргентина	
Электронное и электромашиностроение, программное обеспечение и информационные технологии							

9 компаний из 4 стран	Тайвань, Южная Корея	Индия, Тайвань		Тайвань	Индия	Китай, Тайвань	Индия
--------------------------	-------------------------	-------------------	--	---------	-------	-------------------	-------



## Продолжение приложения 6

1	2	3	4	5	6	7	8
Производство пластмасс, бумаги, одежды и текстиля, промышленное производство диверсифицированной продукции, торговля, гостиничное дело, общественное питание, бизнес – услуги, телевизионное производство, водный транспорт, почтовые услуги, диверсифицированные холдинги, прочие (неклассифицируемые) отрасли							
25 компаний из 17 стран	Индия, Шри - Ланка	Мексика	Индия, Индонезия, Саудовская Аравия, Чили	Колумбия, Оман, Польша, Шри - Ланка	Израиль, Нигерия, Турция, Чили	Зимбабве, Индия, Индонезия, Перу, Чили, Шри - Ланка	Израиль, Малайзия, Оман, Тайвань
Итого: 238 компаний							

**Материалы анализа внутренних фундаментальных факторов, способствующих формированию кризиса рынка ценных бумаг в России (август 1998 г.)**

*Динамика доли государства во внутреннем кредите* в предкризисный период характеризуется следующей таблицей:

Показатели, на конец периода	1993	1994	1995	1996	1 кв. 1997	2 кв. 1997	3 кв. 1997	4 кв. 1997	1 кв. 1998	2 кв. 1998	Июль 1998
Коэффициент «Нетто – долговые обязательства государства / Внутренний кредит», %	0.19	0.367	0.458	0.578	0.583	0.566	0.563	0.578	0.594	0.583	0.589

\*Valuations and Costituents) (November 1999), IFC/ S&P Frontier Stock Market Review (Performance, Valuations and Costituents) (November 1999), IMF World Economic Outlook Database (May 2001), FIBV Annual Report 1999. Показатель доли правительства во внутреннем кредите рассчитывается как (Нетто-обязательства центрального правительства + обязательства региональных правительств + обязательства предприятий публичного сектора) / Внутренний кредит» (источник - «International Financial Statistics»).

Доля государства во внутреннем кредите постоянно росла в 90-е годы с 0.19 в конце 1993 г. до 0.589 в конце июля 1998 г. Соответственно, снижалась доля денежных ресурсов, направляемых на кредитование хозяйства и населения, реально обеспечивающая поддержание уровня производства и возобновление экономического роста.

Соответственно, перед кризисом в августе 1998 г. в России доля внутреннего кредита, направленного на покрытие бюджетных нужд государства, была одной из самых высоких в мире.

Для сопоставления приведем аналогичные показатели на конец июля 1998 г. по представительной группе из 95 стран.

Страны, в которых остатки денежных средств на банковских счетах государственных органов власти превышают долговые обязательства государства				Колумбия, Гонконг, Эстония, Гватемала, Гондурас, Индонезия, Лаос, Малайзия, Мали, Мавритания, Намибия, Новая Зеландия, Норвегия, Оман, Панама, Перу, Сингапур, Таиланд, Объединенные Арабские Эмираты						
19 стран										
Коэффициент «Нетто – долговые обязательства государства / Внутренний кредит»										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
> 0 – 0.1 25 стран	Австралия	Азербайджан	Боливия	Канада	Чили	Китай	Чехия	Дания	Эквадор	
	0.07	0.04	0.04	0.093	0.024	0.035	0.068	0.075	0.001	
	Сальвадор	Финляндия	Исландия	Ирландия	Израиль	Иордания	Корея	Латвия	Литва	
	0.038	0.03	0.035	0.032	0.065	0.081	0.011	0.068	0.075	
	Нигерия	Португалия	Южная Африка	Швейцария	Тунис	Турция	Великобритания			
0.099	0.099	0.05	0.066	0.031	0.198	0.038				
0.1-0.2 16 стран	Аргентина	Бангладеш	Белоруссия	Болгария	Хорватия	Кипр	Германия	Япония	Мальта	
	0.194	0.167	0.178	0.183	0.103	0.179	0.197	0.103	0.173	
	Монголия	Филиппины	Словакия	Словения	Испания	Швеция	США			
	0.174	0.200	0.113	0.198	0.195	0.125	0.107			
0.2–0.3 14 стран	Армения	Австрия	Доминикан. Респ.	Египет	Франция	Иран	Казахстан	Кения	Маврикий	
	0.209	0.219	0.267	0.255	0.202	0.282	0.217	0.249	0.264	
	Мексика	Непал	Польша	Румыния	Шри - Ланка					
	0.222	0.256	0.29	0.256	0.224					
>0.3–0.4 6 стран	Бразилия	Кот-д’Ивуар	Италия	Молдова	Парагвай	Сенегал				
	0.339	0.363	0.367	0.331	0.306	0.315				

0.4–0.5 9 стран	Алжир	Бельгия	Коста- Рика	Эфиопия	Греция	Индия	Кувейт	Ливан	Пакистан
	0.461	0.473	0.479	0.459	0.445	0.476	0.466	0.451	0.492

## Продолжение приложения 7

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
»0.5–0.6 2 страны	<b>Россия</b>	Украина							
	<b>0.589</b>	0.584							
»0.6–0.7 3 страны	Гана	Судан	Танзания						
	0.623	0.656	0.661						
»0.7 1 страна	Киргизия								
	0.756								
Отсутствуют данные - Венгрия									

\*Данные на конец июля 1998 г. Для расчета использовался раздел Banking Survey в сборниках International Financial Statistics, в случае его отсутствия – Monetary Survey. В случае, если нетто - долговые обязательства центрального правительства и региональных администраций приведены в “International Financial Statistics” раздельно, то они суммировались для оценки общей суммы долговых обязательств.

Только 4 страны из 95 (Танзания, Гана, Судан и Киргизия) имеют худшие показатели, чем Россия, в области распределения внутреннего кредита (денежных ресурсов) между государством, с одной стороны, и хозяйством и населением, с другой.

На практике это выжалось, в частности, в том, что Банк России сдерживал рефинансирование коммерческих банков под кредитование ими хозяйства, расширяя свои инвестиции в ГКО – ОФЗ. Значительная часть активов Сберегательного банка РФ существовала в форме ГКО – ОФЗ.

## Продолжение приложения 7

**Заниженный уровень монетизации в результате излишне жесткой денежной политики Банка России характеризуется следующей таблицей:**

Показатели, на конец периода	1993	1994	1995	1996	1997	2 кв 1998
«Деньги + Квази – Деньги», млрд. руб.*	41.0	129.7	275.8	357.3	457.3	447.9
Валовой внутренний продукт (ВВП) в номинальных ценах, млрд. руб.**	172.0	611.0	1585.0	2200.0	2563.0	2529.0
Коэффициент «Деньги + Квази – деньги / ВВП»	0.238	0.212	0.174	0.162	0.178	0.177

\*Сумма показателей «Деньги» + «Квази – Деньги» (стр. 32 + стр. 34 статистического сборника «International Financial Statistics» (June 1999), публикуемого Международным валютным фондом).

\*\*Валовой внутренний продукт (стр. 99b статистического сборника «International Financial Statistics» (June 1999), публикуемого Международным валютным фондом). Для сопоставления с денежной массой во 2 квартале 1998 г. ВВП рассчитан как сумма ВВП за 3-4 кв. 1997 г. и 1-2 кв. 1998 г.

Уровень монетизации упал в России с 0.3 – 0.4 в начале 90-х годов (экспертная оценка) до 0.16 – 0.178 в 1996 г. – первом полугодии 1998 г., т.е. до одного из самых низких в мире уровней.

Для сопоставления приведем аналогичные показатели на конец июля 1998 г. по представительной группе из 87 стран (см. *таблицу* ниже). Только 5 стран из 87 (Украина, Белоруссия, Киргизия, Армения и Судан) имели худшие показатели, чем Россия, в области насыщения хозяйственного оборота денежными средствами.

Коэффициент «Деньги + Квази – деньги / ВВП», конец 1997 г.									
»1.5 2 страны	Гонконг	Мальта							
	1.697	1.604							
»1 – 1.5 6 стран	Китай	Иордания	Швейцария	Великобритания	Кипр	Япония			
	1.207	1.02	1.446	1.065	1.062	1.140			
»0.8 – 1.0 10 стран	Малайзия	Новая Зеландия	Сингапур	Таиланд	Ирландия	Израиль	Португалия	Австрия	Бельгия
	0.999	0.866	0.863	0.899	0.844	0.864	0.970	0.874	0.882
	Кувейт								
	0.827								
»0.6 – 0.8 13 стран	Австралия	Канада	Чехия	Панама	Южная Африка	Германия	Филиппины	Словакия	Испания
	0.673	0.632	0.712	0.734	0.620	0.718	0.615	0.682	0.740
	Франция	Египет	Иран	Маврикий					
	0.714	0.780	0.42	0.789					
»0.4 – 0.6 21 страна	Боливия	Чили	Дания	Эстония	Индонезия	Намибия	Норвегия	Эквадор	Финляндия
	0.478	0.434	0.591	0.417	0.556	0.434	0.523	0.445	0.535
	Корея	Тунис	Словения	Швеция	США	Италия	Индия	Кения	Коста-Рика
	0.483	0.493	0.424	0.464	0.592	0.546	0.469	0.463	0.412
	Эфиопия	Греция	Пакистан						
	0.441	0.477	0.487						
»0.2 – 0.4 26 стран	Эквадор	Колумбия	Гватемала	Гондурас	Мали	Оман	Перу	Исландия	Латвия
	0.341	0.224 (1996)	0.215	0.372	0.241	0.328	0.258	0.380	0.279
	Монголия	Турция	Аргентина	Бангладеш	Болгария	Польша	Бразилия	Мексика	Доминик. Республика
	0.231	0.376	0.240	0.382	0.336	0.397	0.294	0.281	0.290
	Непал	Румыния	Шри - Ланка	Кот-д'Ивуар	Молдова	Парагвай	Сенегал	Гана	
	0.389	0.249	0.324	0.268	0.222	0.307	0.219	0.234	
»0.1 – 0.2 7 стран	Лаос	Литва	<b>Россия</b>	Белоруссия	Украина	Танзания	Киргизия		
	0.184	0.190	<b>0.178</b>	0.162	0.135	0.197	0.139		
»0 – 0.1 2 страны	Армения	Судан							
	0.088	0.099							

Отсутствие данных для расчета в группе выбранных 96 стран: Азербайджан, Алжир, Венгрия, Мавритания, Объединенные Арабские Эмираты, Казахстан, Ливан, Нигерия, Хорватия

\*Методику расчета см. выше. Данные на конец 1997 г. По группе европейских стран количество денег вычислено как сумма наличных денег в обращении, депозитов до востребования и прочих депозитов (строки 34a.n, 34b.n, 35.n статистического сборника «International Financial Statistics» (June 1999))

## Приложение 8

### *Региональная структура профессиональных участников рынка ценных бумаг, обладающих всеми видами лицензий на ведение брокерской деятельности (март 2001 г.)*

Субъекты РФ	Профессиональные участники рынка ценных бумаг, обладающие брокерской лицензией					Кредитные организации (без филиалов)
	Всего	Количество брокерско-дилерских компаний*	Банки, имеющие лицензию на брокерскую деятельность	Дочерние компании банков	Дочерние компании нефинансовых предприятий	
1	2	3	4	5	6	7
<b>Центральный район</b>						
Москва	380	304	46	12	18	588
Московская область	14	13	-	-	1	40
Тульская область	5	3	-	-	2	7
Ярославская область	5	5	-	-	-	10
Рязанская область	4	4	-	-	-	7
Смоленская область	4	3	1	-	-	4
Владимирская области	3	3	-	-	-	3
Ивановская область	2	2	-	-	-	5
Калужская область	2	2	-	-	-	6
Тверская область	2	2	-	-	-	8
Брянская область	1	1	-	-	-	2
Костромская область	1	1	-	-	-	6
Орловская область	1	1	-	-	-	2
<b>Итого</b>	<b>424</b>	<b>344</b>	<b>47</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>688</b>
<b>Уральский район</b>						
Свердловская область	26	23	-	-	3	30
Пермская область	17	15	-	-	2	11
Республика Башкорстан	16	10	1	1	4	14
Челябинская область	14	14	-	-	-	13
Оренбургская область	6	4	-	-	2	11
Республика Удмуртия	4	3	-	-	1	11
Курганская область	2	2	-	-	-	6
Коми- Пермяцкий автономный округ	0	-	-	-	-	-
<b>Итого</b>	<b>85</b>	<b>71</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>96</b>
<b>Северный и Северо – Западный районы</b>						
Санкт - Петербург	65	60	-	2	3	42
Вологодская область	7	7	-	-	-	10
Республика Коми	5	4	-	-	1	6
Республика Карелия	3	3	-	-	-	1
Ленинградская область	2	2	-	-	-	4
Архангельская область	1	1	-	-	-	5
Новгородская область	1	1	-	-	-	3
Мурманская область	1	0	-	-	1	4
Псковская область	0	-	-	-	-	5
<b>Итого</b>	<b>85</b>	<b>78</b>		<b>2</b>	<b>5</b>	<b>80</b>
<b>Поволжский район</b>						
Самарская область	30	27	-	-	3	23
Республика Татарстан	20	18	-	-	2	25
Саратовская область	10	9	-	-	1	19
Волгоградская область	8	7	1	-	-	6
Республика Калмыкия	7	6	-	1	-	3
Ульяновская область	4	3	-	-	1	7
Пензенская область	3	3	-	-	-	2
Астраханская область	1	1	-	-	-	4
<b>Итого</b>	<b>83</b>	<b>74</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>89</b>
<b>Западно – Сибирский район</b>						
Тюменская область	29	27	-	-	2	33
Новосибирская область	23	22	-	1	-	15
Томская область	8	8	-	-	-	5
Омская область	6	5	-	-	1	9
Кемеровская область	5	5	-	-	-	12
Алтайский край	4	4	-	-	-	9
Ханты – Мансийский автономный округ	4	3	-	-	1	-
Ямало – Ненецкий автономный округ	1	1	-	-	-	-
<b>Итого</b>	<b>80</b>	<b>75</b>		<b>1</b>	<b>4</b>	<b>83</b>

**Продолжение приложения 8**

1	2	3	4	5	6	7
Северо – Кавказский район						
Краснодарский край	12	12	-	-	-	27
Ставропольский край	11	11	-	-	-	11
Ростовская область	8	7	-	-	1	26
Республика Ингушетия	3	3	-	-	-	2
Республика Дагестан	1	1	-	-	-	44
Карачаево – Черкесская Республика	1	1	-	-	-	7
Республика Адыгея	0	-	-	-	-	5
Кабардино – Балкарская Республика	0	-	-	-	-	6
Республика Северная Осетия	0	-	-	-	-	6
Чеченская республика	0	-	-	-	-	0
<b>Итого</b>	<b>36</b>	<b>35</b>			<b>1</b>	<b>134</b>
Волго – Вятский район						
Нижегородская область	16	13	-	-	3	21
Чувашская республика	4	4	-	-	-	6
Кировская область	2	2	-	-	-	3
Республика Марий Эл	1	1	-	-	-	1
Республика Мордовия	0	-	-	-	-	5
<b>Итого</b>	<b>23</b>	<b>20</b>			<b>3</b>	<b>36</b>
Дальневосточный район						
Приморский край	13	11	-	1	1	10
Республика Саха (Якутия)	4	4	-	-	-	8
Хабаровский край	4	4	-	-	-	6
Сахалинская область	1	1	-	-	-	6
Амурская область	0	-	-	-	-	5
Еврейская автономная область	0	-	-	-	-	0
Камчатская область	0	-	-	-	-	8
Корякский автономный округ	0	-	-	-	-	0
Чукотский автономный округ	0	-	-	-	-	0
<b>Итого</b>	<b>22</b>	<b>20</b>		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>43</b>
Центрально – Черноземный						
Белгородская область	4	2	-	-	2	6
Воронежская область	3	3	-	-	-	4
Курская область	2	2	-	-	-	1
Липецкая область	3	1	-	-	2	2
Тамбовская область	2	2	-	-	-	2
<b>Итого</b>	<b>14</b>	<b>10</b>			<b>4</b>	<b>15</b>
Восточно – Сибирский район						
Иркутская область	9	9	-	-	-	11
Красноярский край	5	5	-	-	-	11
Республика Хакассия	3	2	-	-	1	3
Республика Алтай	1	1	-	-	-	5
Республика Бурятия	0	-	-	-	-	3
Республика Тыва	0	-	-	-	-	3
Магаданская область	0	0	-	-	-	3
Читинская область	0	-	-	-	-	2
Агинский Бурятский автономный округ	0	-	-	-	-	0
Ненецкий автономный округ	0	-	-	-	-	0
Таймырский (Долгано-Ненецкий) автономный округ	0	-	-	-	-	0
Усть – Ордынский Бурятский автономный округ	0	-	-	-	-	0
Эвенкийский автономный округ	0	-	-	-	-	0
<b>Итого</b>	<b>18</b>	<b>17</b>			<b>1</b>	<b>41</b>
Прибалтийский район						
Калининградская область	1	1	-	-	-	13
<b>Всего</b>	<b>871</b>	<b>745</b>	<b>49</b>	<b>18</b>	<b>59</b>	<b>1318</b>

\*Количество брокерско-дилерских компаний, имеющих действительные лицензии на все виды брокерской деятельности ( на 15 марта 2001 г. по данным ФКЦБ России. Дочерние компании банков и нефинансовых предприятий выделялись "по названию", например, ООО "ГУТА – Инвест" (Гута – банк), "Инвестиционная компания АО "МПО им. И.Румянцева". Дочернее ЗАО РАО "Газпром" "Газпроминвестхолдинг" и др. Соответственно, оценка "дочерних отношений" носит приблизительный характер. Расчеты, характеризующие региональную структуру кредитных организаций (без учета филиалов), сделаны на основе статистики банковской системы, публикуемой на сайте Банка России в Интернете.

Данные на 30 апреля 2001 г. (данные ФКЦБ России): всего – 766 юридических лица обладают лицензиями на совершение всех видов брокерских операций, из них 51 – банки. Появились новые (в сравнении с данными на 10 марта 2001 г.) субъекты РФ, на территории которых не расположено ни одного профессионального участника рынка ценных бумаг – Костромская, Архангельская, Сахалинская области.



## Продолжение приложения 8

### Региональная структура институциональных инвесторов

Субъекты РФ	Паевые инвестиционные фонды (апрель 2001)	Страховые компании (апрель 2001)	Негосударственные пенсионные фонды (октябрь 2000)	Общие фонды банковского управления (апрель 2001)
1	2	3	4	5
Центральный район				
Москва	40	365	96	80
Московская область	1	40	3	0
Тульская область	0	10	2	0
Ярославская область	0	17	2	0
Рязанская область	0	10	2	0
Смоленская область	0	3	1	0
Владимирская области	0	6	1	0
Ивановская область	0	3	0	0
Калужская область	0	3	1	0
Тверская область	0	7	1	0
Брянская область	0	6	0	0
Костромская область	0	3	0	0
Орловская область	0	3	1	0
<b>Итого</b>	<b>41</b>	<b>476</b>	<b>110</b>	<b>80</b>
Уральский район				
Свердловская область	0	56	4	15
Пермская область	1	20	6	0
Республика Башкортостан	0	12	1	0
Челябинская область	0	33	4	0
Оренбургская область	0	14	4	0
Республика Удмуртия	0	19	2	4
Курганская область	0	4	0	0
Коми- Пермяцкий автономный округ	0	-	0	0
<b>Итого</b>	<b>1</b>	<b>158</b>	<b>21</b>	<b>19</b>
Северный и Северо – Западный районы				
Санкт – Петербург	4	78	14	12
Вологодская область	0	13	1	2
Республика Коми	0	4	2	0
Республика Карелия	0	3	0	0
Ленинградская область	0	6	1	0
Архангельская область	0	6	0	0
Новгородская область	0	5	0	0
Мурманская область	0	4	1	0
Псковская область	0	2	0	0
<b>Итого</b>	<b>4</b>	<b>121</b>	<b>19</b>	<b>14</b>
Поволжский район				
Самарская область	0	33	9	3
Республика Татарстан	0	23	1	0
Саратовская область	0	11	3	1
Волгоградская область	0	22	2	0
Республика Калмыкия	0	6	0	0
Ульяновская область	0	7	2	0
Пензенская область	0	5	0	0
Астраханская область	0	3	0	0
<b>Итого</b>	<b>0</b>	<b>110</b>	<b>17</b>	<b>4</b>
Западно – Сибирский район				
Тюменская область	0	30	1	11
Новосибирская область	3	24	1	0
Томская область	0	8	1	0
Омская область	0	13	2	0
Кемеровская область	0	37	3	0
Алтайский край	0	15	1	0
Ханты – Мансийский автономный округ	0	н/д	5	0
Ямало – Ненецкий автономный округ	0	н/д	2	0
<b>Итого</b>	<b>3</b>	<b>127</b>	<b>16</b>	<b>11</b>

**Продолжение приложения 8**

1	2	3	4	5
Северо – Кавказский район				
Краснодарский край	0	15	1	7
Ставропольский край	0	16	2	0
Ростовская область	0	30	8	0
Республика Ингушетия	0	1	0	0
Республика Дагестан	0	1	0	0
Карачаево – Черкесская Республика	0	1	0	0
Республика Адыгея	0	1	0	0
Кабардино – Балкарская Республика	0	1	0	0
Республика Северная Осетия	0	1	0	0
Чеченская республика	0	0	0	0
<b>Итого</b>	<b>0</b>	<b>67</b>	<b>11</b>	<b>7</b>
Волго – Вятский район				
Нижегородская область	0	20	8	0
Чувашская республика	0	13	0	0
Кировская область	0	7	0	1
Республика Марий Эл	0	4	0	0
Республика Мордовия	0	4	1	0
<b>Итого</b>	<b>0</b>	<b>48</b>	<b>9</b>	<b>1</b>
Дальневосточный район				
Приморский край	0	17	4	0
Республика Саха (Якутия)	0	7	3	4
Хабаровский край	0	12	1	0
Сахалинская область	0	9	0	0
Амурская область	0	5	0	0
Еврейская автономная область	0	0	0	0
Камчатская область	0	8	0	0
Корякский автономный округ	0	н/д	0	0
Чукотский автономный округ	0	н/д	0	0
<b>Итого</b>	<b>0</b>	<b>58</b>	<b>8</b>	<b>4</b>
Центрально – Черноземный				
Белгородская область	0	4	0	0
Воронежская область	0	10	2	0
Курская область	0	7	0	0
Липецкая область	0	8	1	0
Тамбовская область	0	5	0	0
<b>Итого</b>	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>3</b>	<b>0</b>
Восточно – Сибирский район				
Иркутская область	1	29	6	3
Красноярский край	0	21	3	1
Республика Хакассия	0	3	1	0
Республика Алтай	0	4	0	0
Республика Бурятия	0	2	1	0
Республика Тыва	0	-	0	0
Магаданская область	0	3	0	0
Читинская область	0	4	1	0
Агинский Бурятский автономный округ	0	н/д	0	0
Ненецкий автономный округ	0	н/д	0	0
Таймырский (Долгано-Ненецкий) автономный округ	0	н/д	0	0
Усть – Ордынский Бурятский автономный округ	0	н/д	0	0
Эвенкийский автономный округ	0	н/д	0	0
<b>Итого</b>	<b>1</b>	<b>66</b>	<b>12</b>	<b>4</b>
Прибалтийский район				
Калининградская область	0	6	1	0
<b>Всего</b>	<b>50</b>	<b>1271</b>	<b>227</b>	<b>144</b>

\*Источники данных о паевых инвестиционных фондах (по состоянию на 30 апреля 2001 г.) - ФКЦБ России, о страховых компаниях – Минфин РФ (по состоянию на 30 апреля 2001 г.). Информация о НПФ публикуется Инспекцией негосударственных пенсионных фондов при Минтруде РФ (адрес в Интернете – [www.dol.ru/users/mpfinsp/od9.htm](http://www.dol.ru/users/mpfinsp/od9.htm)). Данные об общих фондах банковского управления основаны на реестре ОФБУ, который публикуется Банком России.

## Приложение 9

### Перечень профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершивших сделки в РТС

Перечень подготовлен на основе данных РТС об оборотах участников рынка. В соответствии с данными РТС количество брокеров – дилеров, совершивших сделки в РТС в 1997 г. – 451, в 1999 г. – 139, в 2000 г. – 156, в 1 квартале 2001 г. – 133.

1999 г.	2000 г.	2001 г. 1 квартал	Совершал ли операции в 1997 г.
1	2	3	4
АБН АМРО Эквитиз (Россия) ЗАО	АБН АМРО Эквитиз (Россия) ЗАО	АБН АМРО Эквитиз (Россия) ЗАО	-
Абсолют-банк АКБ	Абсолют-банк АКБ	Абсолют-банк АКБ	да
АБСОЛЮТ-ИНВЕСТ ЗАО	АБСОЛЮТ-ИНВЕСТ ЗАО	АБСОЛЮТ-ИНВЕСТ ЗАО	да
АККОМ ИК ЗАО			х
		Аккорд-Инвест ЗАО	-
Алемар ИФК АОЗТ	Алемар ИФК ЗАО		х
Аллен-финанс ООО	Аллен-финанс ООО	Аллен-финанс ООО	-
Альпари КБ ТОО	Альпари КБ ТОО	Альпари КБ ТОО	да
Альфа-Банк ОАО	Альфа-Банк ОАО	Альфа-Банк ОАО	да
	Атис НКО		х
	Атлантика.Финансы и Консалтинг ООО	Атлантика.Финансы и Консалтинг ООО	-
АТОН ООО	АТОН ООО	АТОН ООО	да
Балтийское Финансовое Агентство ЗАО	Балтийское Финансовое Агентство ЗАО	Балтийское Финансовое Агентство ЗАО	да
	Балтийская Финансовая Компания ООО	Балтийская Финансовая Компания ООО	-
БАЛТИК-ИНВЕСТ ЗАО	БАЛТИК-ИНВЕСТ ЗАО		х
Банк Зенит ООО	Банк Зенит ОАО	Банк Зенит ОАО	да
	Балтийский Банк КБ ТОО	Балтийский Банк КБ ТОО	да
Банк Кредит Свисс Ферст Бостон АО ЗАО	Банк Кредит Свисс Ферст Бостон АО ЗАО	Банк Кредит Свисс Ферст Бостон АО ЗАО	да
Банк Санкт-Петербург ОАО	Банк Санкт-Петербург ОАО		х
Баррель ИК ОАО			х
	Бернес ООО	Бернес ООО	-
БашКредитИнвест ЗАО	БашКредитИнвест ЗАО		х
БИТЦА-ИНВЕСТ ИК ЗАО	БИТЦА-ИНВЕСТ ИК ЗАО	БИТЦА-ИНВЕСТ ИК ЗАО	да
БИН АКБ ОАО	БИН АКБ ОАО		х
Брансвик Варбург ЗАО	Брансвик Ю Би Эс Варбург ЗАО	Брансвик Ю Би Эс Варбург ЗАО	да
Брок Ко ОАО	Брок Ко ОАО	Брок Ко ОАО	да
Брокеркредитсервис Компания ООО	Брокеркредитсервис Компания ООО	Брокеркредитсервис Компания ООО	да
Вашь Финансовый Попечитель ОАО	Вашь Финансовый Попечитель ОАО	Вашь Финансовый Попечитель ОАО	да
ВИТУС ИК ООО	ВИТУС ИК ООО	ВИТУС ИК ООО	да
		Внешторгбанк ОАО	-
Вижин ИК ООО	Вижин ИК ООО		х
Восточная фондовая компания ЗАО	Восточная фондовая компания ЗАО	Восточная фондовая компания ЗАО	-
Восточная Инвестиционная Компания ЗАО	Восточная Инвестиционная Компания ЗАО		х
Восточноевропейская инвестиционная компания (Вика) ЗАО	Восточноевропейская инвестиционная компания (Вика) ЗАО	Восточноевропейская инвестиционная компания (Вика) ЗАО	да
Возрождение Банк МАКБ	Возрождение Банк МАКБ		х
ВЭО-ИНВЕСТ ОАО	ВЭО-ИНВЕСТ ОАО	ВЭО-ИНВЕСТ ОАО	да
	Гамбит Секьюритиз БК ЗАО	Гамбит Секьюритиз БК ЗАО	да
	Гамма-Инвест ЗАО	Гамма-Инвест ЗАО	да
ГЛОБЭКСБАНК ООО	ГЛОБЭКСБАНК ООО	ГЛОБЭКСБАНК ООО	да
	Группа Финвест ОАО	Группа Финвест ОАО	-

**Продолжение приложения 9**

1	2	3	4
Гепард-Инвест ЗАО			х
ГУТА-ИНВЕСТ ООО	ГУТА-ИНВЕСТ ООО	ГУТА-ИНВЕСТ ООО	да
ДВМ-ИНВЕСТ ИФК ЗАО	ДВМ-ИНВЕСТ ИФК ЗАО	ДВМ-ИНВЕСТ ИФК ЗАО	да
Горизонт ИК ЗАО	Горизонт ИК ЗАО		х
Дженерал Секьюритис ФК ОАО	Дженерал Секьюритис ФК ОАО	Дженерал Секьюритис ФК ОАО	да
	Диалог-инвест ООО	Диалог-инвест ООО	-
Диалог-Оптим (ООО)	Диалог-Оптим (ООО)	Диалог-Оптим (ООО)	да
Де СОГО Финансовый Дом ООО			х
	Доверительный и Инвестиционный Банк АКБ ОАО	Доверительный и Инвестиционный Банк АКБ ОАО	-
Деловые услуги ИК ЗАО	Деловые услуги ИК ЗАО		х
	Дойче Банк ООО	Дойче Банк ООО	-
Евротраст КБ ООО	Евротраст КБ ООО	Евротраст КБ ООО	-
	ЕВРОФИНАНСЫ ИК ОАО	ЕВРОФИНАНСЫ ИК ОАО	да
	ИК АйБиЭйч ООО	ИК АйБиЭйч ООО	да
Еврофинанс АКБ			х
ИМПЭКСБАНК ООО	ИМПЭКСБАНК ООО	ИМПЭКСБАНК ООО	-
Инвест-Центр ОАО	Инвест-Центр ОАО	Инвест-Центр ОАО	-
ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО	ИНГ БАНК (ЕВРАЗИЯ) ЗАО		х
		ИНГ БЭРИНГС ЗАО	-
	Институт Финансового Менеджмента	Институт Финансового Менеджмента	-
Инстройинвест ИУК ООО	Инстройинвест ИУК ООО	Инстройинвест ИУК ООО	да
Интерспрэд-Инвест ФК ЗАО	Интерспрэд-Инвест ФК ЗАО	Интерспрэд-Инвест ФК ЗАО	да
Инфобанк КБ	ИНФОБАНК КБ ООО	ИНФОБАНК КБ ОАО	да
	ИНТРАСТ Лтд ФК ЗАО	ИНТРАСТ Лтд ФК ЗАО	да
Картель ЗАО	Картель ЗАО	Картель ЗАО	да
КИК ИК ООО	КИК ИК ООО		х
КОНТРАКТФИНАНС ЗАО	КОНТРАКТФИНАНС ЗАО	КОНТРАКТФИНАНС ЗАО	-
	ИК-Кардинал ЗАО		х
	КИНЭКС-ИНВЕСТ ЗАО	КИНЭКС-ИНВЕСТ ЗАО	-
	Компания ИНВЕСТПРОЕКТ ООО		х
Кредитанштальт-Грант ИК ЗАО			х
	Кредиттраст КБ ООО	Кредиттраст КБ ООО	-
Ланта-Банк КБ	Ланта-Банк КБ ТОО	Ланта-Банк АКБ	-
Ленстройматериалы БФ ЗАО	Ленстройматериалы БФ ЗАО	Ленстройматериалы БФ ЗАО	да
Лидинг ИФК ЗАО	Лидинг ЗАО		х
Лоуренс Секьюритиз ЗАО	Лоуренс Секьюритиз ЗАО	Лоуренс Секьюритиз ЗАО	да
Лубянка КБ ООО			х
ЛУКОЙЛ-резерв-инвест ООО	ЛУКОЙЛ-резерв-инвест ООО	ЛУКОЙЛ-резерв-инвест ООО	да
ЛЭНД ТИК ЗАО	ЛЭНД ТИК ЗАО	ЛЭНД ТИК ЗАО	-
М. Партнеры секьюритис ООО	М. Партнеры секьюритис ООО	М. Партнеры секьюритис ООО	да
	МАК-ЦЕНТР ЗАО	МАК-ЦЕНТР ЗАО	да
МДМ-Банк	МДМ-Банк	МДМ-Банк	да
МЕГА ИК ООО	МЕГА ИК ООО	МЕГА ИК ООО	-
Мегатрастойл ФК ЗАО	Мегатрастойл ФК ЗАО	Мегатрастойл ФК ЗАО	да
Международный Московский Банк ЗАО	Международный Московский Банк ЗАО	Международный Московский Банк ЗАО	да

**Продолжение приложения 9**

1	2	3	4
Металлинвестбанк АКБ ОАО	Металлинвестбанк АКБ ОАО	Металлинвестбанк АКБ ОАО	да
		Местбанк ОАО	-
Метрополь ИФК ООО	Метрополь ИФК ООО	Метрополь ИФК ООО	да
Монетный Двор ФЦ ООО			Х
	МИК-Ф ФЦ ОАО	МИК-Ф ФЦ ОАО	да
Морган Гренфелл Секьюритиз ООО	Морган Гренфелл Секьюритиз ООО		Х
	МФК АКБ	МФК АКБ	да
МФС СЕКЬЮРИТИЗ ЛТД ООО	МФС СЕКЬЮРИТИЗ ЛТД ООО	МФС СЕКЬЮРИТИЗ ЛТД ООО	-
	Монтес-Аури ЗАО		х
Национальный резервный банк КБ	Национальный резервный банк КБ	Национальный резервный банк КБ	да
Нефтепромбанк	Нефтепромбанк	Нефтепромбанк	да
НИК НИКОйл ОАО	НИК НИКОйл ОАО	НИК НИКОйл ОАО	да
НК ГРИГ ЗАО	НК ГРИГ ЗАО	НК ГРИГ ЗАО	-
НОМОС-БАНК	НОМОС-БАНК	НОМОС-БАНК	-
		Новикомбанк	-
Объединенная финансовая группа ЗАО	Объединенная финансовая группа ЗАО	Объединенная финансовая группа ЗАО	да
Объединенные финансы ОАО	Объединенные финансы ОАО	Объединенные финансы ОАО	да
ОГНИ МОСКВЫ КБ	ОГНИ МОСКВЫ КБ	ОГНИ МОСКВЫ КБ ООО	да
Олимпийский Банк КБ ТОО	Олимпийский КБ		х
Олма ИФ ОАО	Олма ИФ ОАО	Олма ИФ ОАО	да
Омскпромстройбанк ОАО	Омскпромстройбанк ОАО		х
Павелецкий КБ	Павелецкий КБ	Павелецкий Банк ОАО	-
Пантерус Капитал ИК ООО			х
	ПАКК Инвест Сервис ЗАО	ПАКК Капитал ООО	да
Пермская фондовая компания	Пермская фондовая компания	Пермская фондовая компания	да
Пионер Секьюритиз ЗАО			х
		Петрокоммерц Банк ОАО	-
ПОЛЯРНАЯ ЗВЕЗДА ИФК ЗАО	ПОЛЯРНАЯ ЗВЕЗДА ИФК ЗАО	ПОЛЯРНАЯ ЗВЕЗДА ИФК ЗАО	да
	Пилигрим ЗАО	Пилигрим ЗАО	-
Принтбанк КБ	Принтбанк КБ	Принтбанк КБ	да
ПРОБИЗНЕС-БАНК КБ	Пробизнесбанк АКБ	Пробизнесбанк АКБ	да
Пролог Инвестиционное Агентство ООО	Пролог Инвестиционное Агентство ООО	Пролог Инвестиционное Агентство ООО	да
ПРОМСВЯЗЬИНВЕСТ ОАО	ПРОМСВЯЗЬИНВЕСТ ОАО	ПРОМСВЯЗЬИНВЕСТ ОАО	да
Промторгбанк	Промторгбанк	Промторгбанк	да
Промышленно-строительный банк ОАО	Промышленно-строительный банк ОАО	Промышленно-строительный банк ОАО	да
Прспект ИК ОАО	Прспект ИК ОАО	Прспект ИК ОАО	да
ПРОФИТ ХАУЗ ФК ЗАО	ПРОФИТ ХАУЗ ФК ЗАО	ПРОФИТ ХАУЗ ФК ЗАО	да
ПЭКО-ИНВЕСТ ИК	ПЭКО-ИНВЕСТ ИК		х
РАЙ МАН энд ГОР секьюритиз ОАО	РАЙ МАН энд ГОР секьюритиз ОАО	РАЙ МАН энд ГОР секьюритиз ОАО	да
Расчетно-фондовый центр ИК ЗАО	Расчетно-фондовый центр ИК ЗАО	Расчетно-фондовый центр ИК ЗАО	-
Рандеву ИК ЗАО			х
РЕГИОН ИК ЗАО	РЕГИОН ИК ЗАО	РЕГИОН ИК ЗАО	да
Рейтинг-Инвест ЗАО	Рейтинг-Инвест ЗАО	Рейтинг-Инвест ЗАО	да
Регион.Нефтегазов.Инв.Компания			х
		Ренессанс Брокер ООО	-
РОСЕВРОБАНК АКБ	РОСЕВРОБАНК АКБ	РОСЕВРОБАНК АКБ	-
Риджент Юропеан Секьюритиз Лимитед АО	Риджент Юропеан Секьюритиз Лимитед АО		х

*Продолжение приложения 9*

1	2	3	4
Русские инвесторы ОАО	Русские инвесторы ОАО	Русские инвесторы ОАО	да
Русславбанк	Русславбанк	Русславбанк	да
Российский кредит КБ			х
	Руссо-БАЛТ ИК ООО	Руссо-БАЛТ ИК ООО	-
Сбербанк России	Сбербанк России	Сбербанк России	да
Русские финансовые традиции ИК			х
Собинбанк КБ	СОБИНБАНК АБ	СОБИНБАНК АБ	-
С.Д. Брокер ОАО			х
СДМ Банк АКБ АООТ	СДМ-Банк КБ		х
Совфинтрейд АКБ	Совфинтрейд АКБ	Совфинтрейд АКБ	да
Солид ИФК ЗАО	Солид ИФК ЗАО	Солид ИФК ЗАО	да
Сахаинвест Сервис ИК ЗАО	СахаИнвест-Сервис ИК ЗАО		х
Солидарность КБ ООО	Солидарность КБ ООО	Солидарность КБ ОАО	-
Стифф энд Дана ФИК АОЗТ	Стифф энд Дана ФИК ЗАО	Стифф энд Дана ФИК ЗАО	да
Стройинвест КБ ТОО	Стройинвест КБ ТОО	Стройинвест КБ ТОО	-
Сургутнефтегазбанк КБ ООО	Сургутнефтегазбанк КБ ООО	Сургутнефтегазбанк КБ ООО	да
ТАИФ-инвест	ТАИФ-инвест	ТАИФ-инвест	да
Солид ИФК ЗАО			х
Тантьема - Центр фондовых операций ЗАО	Тантьема - Центр фондовых операций ЗАО	Тантьема - Центр фондовых операций ЗАО	да
Томов и К. ТОО	Томов и К. ООО	Томов и К. ООО	да
	Рипаблик Нэшнл Бэнк оф НьюЙорк КБ		х
ТРИНФИКО ЗАО	ТРИНФИКО ЗАО	ТРИНФИКО ЗАО	да
Тройка Диалог	Тройка Диалог	Тройка Диалог	да
Траст Сервис ФК ОАО	Траст Сервис ФК ОАО		х
	ТСЛ Интернейшнл ЗАО	ТСЛ Интернейшнл ЗАО	да
	Русский банк развития КБ ООО		х
Уралвнешторгбанк ОАО	Уралвнешторгбанк ОАО	Уралвнешторгбанк ОАО	да
ФИНАНС-АНАЛИТИК ЗАО	ФИНАНС-АНАЛИТИК ЗАО	ФИНАНС-АНАЛИТИК ЗАО	да
Финансовый дом Русь ЗАО	Финансовый дом Русь ЗАО	Финансовый дом Русь ЗАО	да
Финансовый консультант АОЗТ			х
	Фининкор ЗАО		х
Флеминг ЮСБ ЗАО	Флеминг ЮСБ ЗАО	Флеминг ЮСБ ЗАО	-
ФНДС ОАО	ФНДС ОАО	ФНДС ОАО	-
ФОНМИ И КО ООО	ФОНМИ И КО ООО	ФОНМИ И КО ООО	-
	ФУНДАМЕНТ-БАНК	ФУНДАМЕНТ-БАНК КБ ООО	-
ХАЙ КЛАСС ЗАО	ХАЙ КЛАСС ЗАО	ХАЙ КЛАСС ЗАО	да
ЦБ-РАСТРО ЗАО	ЦБ-РАСТРО ЗАО	ЦБ-РАСТРО ЗАО	-
ЦентрИнвест Секьюритис ЗАО	ЦентрИнвест Секьюритис ЗАО	ЦентрИнвест Секьюритис ООО	да
ЦентроКредит АКБ	ЦентроКредит АКБ	ЦентроКредит АКБ	да
	ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент ИК ОАО	ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент ИК ОАО	-
ЭКОСЕЙФ-ИНВЕСТ ОАО	ЭКОСЕЙФ-ИНВЕСТ ОАО	ЭКОСЕЙФ-ИНВЕСТ ОАО	да
ЭЛТРА Инвестиционная компания ЗАО	ЭЛТРА Инвестиционная компания ЗАО	ЭЛТРА Инвестиционная компания ЗАО	да
Энергоинвест МЭ АОЗТ	Энергоинвест МЭ АОЗТ		х
Энергокапитал ИК ЗАО	Энергокапитал ИК ЗАО	Энергокапитал ИК ЗАО	да
	ЭФ-ЭМ-СИ-Секьюритиз ИК ООО	ЭФ-ЭМ-СИ-Секьюритиз ИК ООО	-
	Юнион Инвестмент Роялти ООО	Юнион Инвестмент Роялти ООО	-
Эктоинвест ФК АОЗТ			х
ЭСТА Корп. ЗАО	ЭСТА Корп. ЗАО		х

**Приложение 10**

**Методы изменения структуры корпоративного контроля менеджерами / контролирующими акционерами**

<b>Разводнение капитала для упрочения контроля над обществом акционеров большинства или предпродажной подготовки предприятия</b>		
Проведение в акционерном обществе закрытой подписки (до 1999 г.) или открытой подписки с заранее определенными инвесторами	Понуждение акционеров к отказу от права преимущественного выкупа новых акций, размещаемых по открытой подписке (если это право есть в уставе)	
Дробление сделок чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании, избежание контроля за крупными сделками и сделками, совершаемыми аффилированными лицами, совершение сделок подставными юридическими и физическими лицами с тем, чтобы скрыть изменения в структуре контроля и избежать принятия решений собранием акционеров	Манипулирование дополнительными голосами, которые дают привилегированные акции (в случае невыплаты дивидендов по ним), либо сокращение числа голосующих акций (при выплате дивидендов по привилегированным акциям)	
<b>Скупка акций до проведения новых эмиссий под переоценку основных фондов</b>		
Скупка акций у работников после переоценки основных фондов и формирования добавочного капитала, но до «технической» эмиссии акций, источником которой является переоценка и которая должна быть распределена между акционерами в соответствии с их долями в капитале. Эти сделки на небольшие суммы дают возможность после распределения «технической эмиссии» стать собственником во много раз большей (по номиналу) суммы акций		
<b>Передача акций в доверительное управление или права голоса по доверенности</b>		
Использование служебного положения для принуждения работников - акционеров к передаче своих акций в доверительное управление или прав голоса по доверенности для того, чтобы увеличить число голосов, закрепленных за управляющей группой		
<b>Несанкционированные крупные сделки</b>		
Несанкционированные крупные сделки по продаже активов, изменяющие природу бизнеса и существенно снижающие стоимость имущества, находящегося в собственности акционеров меньшинства, в том числе на основе разбиения сделок с тем, чтобы они не попадали под категорию крупных	Выкуп крупного пакета акций за счет кредита, погашаемого за счет предприятия, без санкционирования сделок, совершаемых с конфликтом интересов, и вне антимонопольного контроля	
<b>Скрытое или перекрестное владение акциями</b>		
Несовпадение формальной и реальной структуры акционерной собственности, скрытое приобретение аффилированными лицами контрольных долей акционерных капиталов без прохождения антимонопольного контроля. Создание системы перекрестного (по горизонтали и вертикали) участия, позволяющего увеличивать в структуре капитала долю акционеров, действующих в качестве единой группы		
<b>Инициирование искусственного банкротства или запрета распоряжения акциями</b>		
Искусственное инициирование банкротства с тем, чтобы нарушить управление акционерным обществом и осуществить – через арбитражное управление – поглощение или дешевую продажу предприятия или его частей, изменение структуры собственности в пользу поглощающей компании, особо крупные сделки с конфликтом интересов, позволяющие перераспределить денежные потоки в пользу отдельных групп акционеров	Арест имущества в форме акций, инициированный (при формальном соответствии требованиям законодательства) с целью воспрепятствовать распоряжению акциями, прежде всего, осуществлению права голоса	
<b>Совершение аффилированными лицами сделок с конфликтом интересов, в ущерб акционерному обществу и акционерам</b>		
Создание контролирующим акционером системы поставок по завышенным ценам и сбыта по заниженным ценам, манипулирование размерами дебиторской и кредиторской задолженности с тем, чтобы перераспределить доходы в ущерб другим акционерам (предприятие-донор ставится в искусственно тяжелое финансовое положение, а прибыли концентрируются в материнской компании или у аффилированных лиц)	Продажа акций дочерних и зависимых компаний по заниженным ценам, разводнение капитала дочерних и зависимых компаний с понижением доли в них акционерного общества-донора в интересах менеджеров или контролирующих акционеров общества-донора. Имеет следствием резкое ухудшение активов, находящихся в собственности общества-донора, и, соответственно, его акционеров	Перевод доходных активов, из предприятия, находящегося в тяжелом положении, во вновь созданные или уже существующие аффилированные или зависимые компании (продажа по заниженным ценам, обмен активов, погашение кредита реализацией заложенного имущества), с банкротством компании – донора, ухудшением ее финансового положения
<b>Преднамеренные действия акционеров меньшинства с целью получения односторонних экономических выгод или изменения структуры корпоративного контроля</b>		
Блокирование решений собраний акционеров, судебные иски, работа с розничными акционерами и т.д., дезорганизирующие работу ОАО, с целью принудить контролирующих акционеров выкупить акции у акционеров меньшинства по цене больше рыночной, или принудить первых к изменению структуры корпоративного контроля, к продаже акций для захвата контроля группой акционеров меньшинства		



## Продолжение приложения 10

<b>Прочие широко распространенные нарушения</b>		
Недопуск акционеров на собрание, объявление доверенностей, выданных представителям акционеров, недействительными под надуманным предлогом	Преднамеренная невыплата дивидендов, в том числе невыплата дивидендов только сторонним акционерам	Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных исполнительных органов управления акционерного общества
Нарушение исключительных полномочий общего собрания акционеров, которые не могут быть переданы исполнительному органу	Вычеркивание акционеров из реестра, отказ во внесении или внесении неправильных сведений в реестр, преднамеренная утрата данных или потеря реестра	Изменение структуры акционерного капитала путем уменьшения номинальной стоимости акций и, соответственно, непропорционального уменьшения номинальной стоимости отдельных типов и категорий акций

*Анализ практики выпуска государственных облигационных займов в СССР*

В 1922 – 1957 гг. в СССР, правопреемником которого является Россия, было выпущено около 60 облигационных займов, в 1957 – 1990 гг. - 5. Количество разновидностей займов велико. В начале 20-х годов в условиях высокой инфляции выпускались не только денежные, но и натуральные облигационные займы (хлебный на 30 млн. пудов хлеба, сахарный на 1 млн. пудов сахара). Погашение займа производилось натурой или денежной суммой в соответствии с рыночной ценой хлеба, сахара и т. п.

Широко практиковались принудительные займы. Еще в 1923 г. было принято решение о реализации первого государственного 6-процентного выигрышного займа среди имущих слоев населения в принудительном порядке (подрядчиков, комиссионеров, поставщиков, лиц, имеющих высокие доходы), т. к. "участие их в подписке на заем не соответствует тем средствам, которые сосредоточены у них на руках" (Декрет СНК СССР от 4 сентября 1923 г.). Фактически принудительный характер имели облигационные займы, распространяемые среди населения, в 40 - 50-х гг. (до 1957г.) по подписке. В 1957 г. выпуск государственных займов, размещаемых по подписке, был прекращен.

Крайне разнообразно назначение облигационных займов, эмитированных государством в последние 60 - 70 лет (на военные расходы (1937 г. - начало 40-х годов), на расходы в сельское хозяйство (1925, 1927 гг.), на восстановление народного хозяйства (5 займов в 1946 - 1950 гг.), индустриализацию (3 займа в 1927 - 1929 г. г.), на развитие народного хозяйства (11 займов пятилеток в 30-е гг., 7 займов развития в 50-е гг.). В 20-е - 30-е гг. с высокой частотой, а, начиная с 40-х годов, через 10-15 лет выпускались государственные процентные выигрышные займы (9%-ный заем 1930 г., 3%-ные займы 1938, 1947, 1966, 1982 гг., 15%-ный российский заем 1992 г.). В 20-е - начале 30-х годов было выпущено около 30 отраслевых займов ("автомобильные обязательства", "велосипедные обязательства", «фотообязательства» и т. п.), гарантированных государством. Наконец, известны случаи выпуска Минфином беспроцентных краткосрочных платежных обязательств, с мелким номиналом (1927 г.), которые могли обращаться в качестве средств платежа.

Начиная с 30-х годов облигации распространялись, по оценке, почти на 100 % среди населения.

Практически по всем займам для населения, выпущенным в 1927 – 1945 гг., была проведена конверсия в облигации с более длительным сроком погашения и меньшими процентными ставками (например, вместо 10 - 20 лет, вместо 6% - 3% и т. д.). Подавляющее большинство займов, выпускаемых в 1947 - 1957 гг., были в 1957г. пролонгированы на срок в 20 лет, а фактически на больший срок, так как погашение по ним должно было происходить тиражами выигрышей еще 20 лет (погашение началось в 1974 г.)

Постоянно ухудшались условия облигационных займов для инвесторов. В 20-х годах преобладали займы кратко- и среднесрочного характера (до 1 года, до 5 - 6 лет), с конца 20-х и до середины 30-х годов наиболее распространенным сроком займа стали 10 лет, с 1 июля 1936г. и до конца 80-х годов облигации выпускались, за единственным исключением в 1957 г., на срок 20 лет. Ставка по облигационным займам понизилась от 8 - 12% в 20-х - начале 30-х годов до 3 - 4 % с середины 30-х до начала 50-х годов и 2 - 3 % до конца 80-х годов.

Роль средств населения, аккумулированных через облигационные займы, в финансировании хозяйства бывшего СССР должна быть еще оценена (на эти же цели до начала 60-х годов попадал прирост вкладов в сберегательных кассах, считавшийся одним из доходов бюджета). По официальным данным 15 % военных расходов в 1941 - 45гг. были покрыты за счет этого источника.

Более подробно см: Финансово-кредитный словарь, Т. 1,2 - М.: Госфиниздат. - 1961; Экономическая жизнь СССР, Т. 1,2 - М.: Советская энциклопедия - 1967.

## Приложение 12

### Анализ структуры собственности по группе российских предприятий

**Методологическое примечание:** Анализ основан на базе раскрытия информации об эмитентах [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru), созданной и ведущейся Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) (июнь 2000 г.). Для анализа была проведена произвольная выборка из 40 предприятий (каждый 5-й эмитент из ведущегося в алфавитном порядке списка первых 200 предприятий, данные о которых раскрыты в системе “СКРИН”).

Наименование предприятия	Количество акционеров, являющихся собственниками или номинальными держателями более 5% акционерного капитала	Из них – количество номинальных держателей	Доля акционерного капитала, находящаяся в распоряжении крупных держателей (собственности / номинальном держании), %	В том числе доля акционерного капитала, находящаяся в номинальном держании, %
Связьинвест	3	-	100.0	-
Сибнефть – Омский НПЗ	2	1	85.8	21.2
Таганрогский металлургический завод	4	4	85.8	35.4
Красноярская ГЭС	6	2	83.3	25.6
Верхнесалдинское металлургическое п / о	3	2	82.0	43.4
Северсталь	3	-	79.8	-
Смоленсксвязьинформ	3	2	79.2	41.2
Роснефть - Пурнефтегаз	2	1	77.8	39.8
Тюменьтелеком	5	3	75.7	32.0
ОАО «Оптовый рынок «Отрадное»	2	-	73.3	-
Архэнерго	3	1	73.1	11.4
Ростелеком	4	3	71.9	34.0
Московская городская телефонная станция	2	-	69.7	-
Электросвязь Вологодской области	3	2	67.9	29.9
Электросила	3	2	67.8	50.9
Владмирэнерго	2	-	62.0	-
Роснефть – Московский опытный завод нефтепродуктов	4	-	58.2	-
Электросвязь Оренбургской области	4	2	58.0	13.0
Сберегательный банк	1	-	57.7	-
Уралкалий	2	-	57.0	-
ОАО «Центр международной торговли»	2	-	55.7	-
Колэнерго	2	-	55.4	-
Электросвязь Иркутской области	4	3	54.9	16.9
Завод «Автогрегат»	2	-	53.0	-
Камчатсвязьинформ	2	1	53.0	15.0
ОАО «Аптека «Москворецкая»	1	-	52.4	-
Саратовэлектросвязь	2	-	52.2	-
Амурэнерго	1	-	50.0	-
ОАО «Садко»	1	-	49.0	-
Норильский никель	3	2	46.8	18.8
Екатеринбургская междугородная телефонная станция	2	-	46.5	-
Автокомбинат 23	1	-	38.1	-
ОАО «Мамино»	1	-	36.8	-
Новосибирскэнерго	3	-	32.7	-
Тюменьавтотранс	2	-	25.6	-
Лентелефонстрой	3	-	23.5	-
ОАО «Мосмясопром»	1	-	21.1	-
ОАО «Контакт»	1	-	19.5	-
Черкизовский молочный завод	1	-	18.8	-
ОАО «Металлопластмасс»	1	-	15.5	-

## **Приложение 13**

### **Пример меморандума о взаимопонимании между Reserve Bank of Australia и Australian Prudential Regulation Authority (октябрь 1998 г.)**

- Признание факта взаимодополняемости задач.
- Обоюдное обязательство о полном и своевременном обмене информацией в качестве важнейшего элемента координации между двумя ведомствами.
- Немедленное предоставление информации со всем должным старанием и с учетом срочности.
- Соблюдение требований конфиденциальности и секретности информации, поставляемой друг другу, возможность выставлять специальные требования к режиму использования информации.
- Совместная работа, чтобы избежать дублирования информации, предоставляемой финансовыми институтами, минимизировать бремя отчетности, лежащее на них.
- Возможность разделения затрат на сбор информации, необходимой тому и другому ведомствам.
- Ведомственные базы данных, к которым оба ведомства имеют свободный и открытый перекрестный доступ.
- Если одно из ведомств считает, что возникла угроза финансовой стабильности, то оно немедленно сообщает об этом другому ведомству, задействуется механизм непрерывных консультаций по поводу состояния рынка и планируемых акций.
- Совместное участие во внешнем надзоре и проверках на местах.
- Взаимное уведомление о планируемых изменениях в регулятивной политике, прежде всего, в том случае, если они затрагивают регулятивную инфраструктуру, созданную другой стороной.
- Совместное участие в международных организациях и рабочих группах, объединяющих финансовых регуляторов.
- Создание совместного Координационного комитета, отвечающего за поддержание финансовой стабильности и реализацию схем обмена информацией, совместные публикации статистической отчетности и совместные научные исследования (периодичность заседаний- месячная) и др.

**Примерная структура Кодекса честного ведения бизнеса  
на рынке ценных бумаг**

**Общие принципы**

**-Соответствие законодательству**, требованиям регуляторов, лучшим стандартам деловой этики.

**-Регулирование конфликтов интересов** (детальный анализ видов конфликтов, обязанность проявлять стремление исключить конфликты интересов, а когда они возникают – не искать собственной выгоды), информирование клиентов о конфликтах интересов и получение их согласия на сделки с такими конфликтами, предпочтение интересов клиентов, опережающее исполнение их сделок, запреты на отдельные виды сделок с конфликтом интересов, создание “китайских стен”, разделение полномочий и средств и другие методы снятия конфликтов интересов. Запрещение перевода на клиента собственных убытков.

**-Честная и справедливая основа операций**, обязанность брокера-дилера предпринимать все самые лучшие усилия для сохранения честного и целостного рынка, равенство инвесторов для брокера, равенство на рынке инвесторов в ценные бумаги одного типа.

**-Операционная способность**. Обязанность обеспечения и эффективного использования ресурсов и процедур, необходимых для надлежащего ведения операций (кадры, управление рисками, капитал, ликвидность, технологии и т.п.).

**Запрещение нечестных клиентских практик (отношения “брокер – клиент”)**

**-Справедливые цены** (порядок определения рынков с лучшими ценами для первоочередного ввода на эти рынки заявок, порядок выявления лучшей цены на внебиржевых рынках, защита клиентов от завышенных цен на услуги брокеров-дилеров, в том числе когда они устанавливаются в неявной форме, будучи включенными в котировки дилеров на покупку и продажу ценных бумаг).

**-Практики продаж клиентам финансовых продуктов**. Обязанность иметь фактологический базис для прогнозов курсовой динамики и утверждений об инвестиционной безопасности ценной бумаги, раскрытие всех негативных значащих фактов, запрет техник продажи, связанных с оказанием давления на клиента и заведомо неприемлемыми рекомендациями, особый порядок надзора за совершением операций, отданных клиентом на усмотрение брокеру, или сделок с ценными бумагами, имеющих особо низкое инвестиционное качество, запрет сделок,

## **Продолжение приложения 14**

совершаемых по счетам клиентов в излишнем количестве, чтобы повысить комиссионные, запрет сделок без должных полномочий от клиента, запрет обманных или вводящих в заблуждение заявлений, гарантий отсутствия потерь и т.п. Требование обеспечения сохранности средств клиентов.

**-Раскрытие информации** (обязанность получить от клиента максимум возможной информации для определения его инвестиционных целей и финансового положения, запрещение недобросовестной рекламы, честность, правильность, своевременность и адекватность информации, раскрываемой клиенту в отношении ценной бумаги, состояния рынка, условий сделок, рисков, финансового состояния брокера, результатов сделок и состояния портфеля клиента), конфиденциальность информации о клиенте.

### **Запрещение нечестных торговых практик (отношения “брокер – брокер”)**

**-Манипулирование на рынке ценных бумаг** – запрещенные и разрешенные виды манипулирования, манипулирование, основанное на использовании сделок, манипулирование через информацию, дивидендную политику, размеры предложения на рынках ценных бумаг (“складирование” (warehousing),<sup>488</sup> использование в этих целях доверительного управления, пулы (pools)<sup>489</sup> и т.д. **Прочие запрещенные спекулятивные стратегии** (например, создание финансовых пирамид (pyramid), или типа “удержаний” (withholding), «забегания вперед» (front running) и др.).

**-Торговля с использованием служебной информации** (детальная характеристика запрещенных ситуаций).

---

<sup>488</sup> «Складирование» (warehousing). Накапливание ценных бумаг у клиентов на основе сделок репо с последующим выкупом по фиксированным в момент совершения сделки репо ценам. Метод манипулирования на рынке ценных бумаг, используемый для создания искусственной активности на рынке, влияющей на цены. Складирование дает возможность создавать запасы ценных бумаг у клиентов манипулятора, перебрасывать их от одного клиента к другому на основе сделок купли продажи, поддерживать необходимый для манипулирования объем сделок на рынке и заданное ценовое направление.

<sup>489</sup> Пул представляет собой группу участников рынка, объединяющих свои силы и средства для манипулирования рынком, осуществляющих согласованные действия с целью оказания искусственного воздействия на цены и побуждения других участников рынка покупать и продавать ценные бумаги по искусственным ценам, которые не сложились бы при свободном воздействии рыночных сил.

***Нормативная структура системы управления рисками***

Структура системы управления рисками должна включать в себя следующие элементы:

*а)* документированные политика и руководства по управлению агрегированным и отдельными видами рисков, охватывающие все виды и источники риска, на всех уровнях управления;

*б)* организационная структура системы управления рисками (централизованная или децентрализованная в зависимости от объема операций, выделение функции внутреннего контроля рисков, участие операционных подразделений в оценке рисков, отделение ответственности за измерение, мониторинг и контроль рисков от ведения тех операций (основного бизнеса), в которых возникает риск, независимая линия отчетности высшему менеджменту о состоянии рисков и т.п.);

*в)* система распределения полномочий в управлении рисками, механизм принятия коллегиальных решений в случае пересечения зон ответственности или необходимости особого контроля за операциями;

*г)* разрешенные с позиций принятых рисков виды сделок и операций, условий их совершения, видов финансовых инструментов;

*д)* лимиты рисков, увязанные с пруденциальными нормами, установленными ФКЦБ России, Банком России и другими регуляторами, система мер ответственности за соблюдение лимитов риска. Лимиты рисков должны устанавливаться в отношении агрегированных рисков, отдельных видов рисков, отдельных структурных подразделений, отдельных лиц, совершающих сделки;

*е)* иные методы снижения рисков (хеджирование, страхование, гарантирование, ограничение доступа, создание резервных мощностей и т.п.);

*ж)* методы оценки рисков, в том числе анализ чувствительности к рискам, сценарный анализ, стресс-тестирование (наихудшие сценарии, связанные с наступлениями риска);



## *Продолжение приложения 15*

з) система информации и отчетности о состоянии рисков, в том числе в сопоставлении с лимитами, непрерывный мониторинг и внутренний контроль рисков во всех аспектах и концентрациях, имеющих материальное значение для брокера – дилера;

и) порядок принятия решений по регулированию рисков, в том числе выдачи временных обязательных предписаний службой внутреннего контроля;

к) непрерывная оценка эффективности системы управления рисками (верности принятых уровней рисков, адекватности лимитов, соответствия методов измерения рисков, адекватности политик и процедур (с точки зрения изменения рыночных условий, персонала, технологии и т.д.);

л) планы чрезвычайных действий, в том числе в случае пересечения различных видов рисков (порядок координации действий менеджмента, поддержание адекватной информации, четкое разделение обязанностей, обеспечение ведения операций в специальных случаях, механизмы восстановления и экстремальные источники поддержания операционной способности).

**Изменения в биржевых сетях и видах деятельности  
фондовых бирж**

**1. Биржевые сети**

Всё, что происходило в мире в последние десятилетия с биржевыми структурами, можно охватить одним термином – **централизация**. В последнее время она дополняется появлением небольших **специализированных альтернативных торговых систем**.

На **первом этапе** централизация проявилась внутри стран: рынки всё более **концентрировались** в национальных финансовых центрах, количество региональных бирж **сокращалось**; чтобы выжить, они пытались специализироваться, расширять услуги, предлагаемые клиентам; всё более распространенными становились **централизованные биржевые структуры** (Германия, Великобритания, Франция, Гонконг, Австралия и т.д.), а также **межбиржевые системы**, обеспечивающие торговлю на нескольких рынках (США). Региональные биржи, расположенные в крупных индустриальных городах, всё больше превращались в провинциальные, основной объем сделок уходил на столичную биржу. Возникло понятие **международного финансового центра** (в частности, в нем находятся биржи, специализированные на международных финансовых операциях, - Лондон).

Вместе с тем и на этом этапе вслед за появлением новых продуктов на финансовом рынке происходила **децентрализация рынков**. Появились организованные внебиржевые рынки, основанные на распределенных вычислительных сетях, опционные и фьючерсные биржи. В 70-80-е годы были созданы параллельные рынки для средних и малых компаний.

**Второй этап** начался с середины 90-х годов. С одной стороны, продолжилась **тенденция к централизации и универсализации бирж внутри рынков отдельных стран**. Происходило **слияние** фондовых бирж и бирж срочных инструментов, их универсализация, создавались единые структуры с клирингом, депозитариями, информационными системами и т.д. в Германии, Нидерландах и других странах. Эта тенденция еще не завершена (см. **табл. 1**).

В последние годы всё более явной становится тенденция к превращению бирж в **многоотраслевые холдинговые структуры**, состоящие из бирж, депозитариев, клиринговых и расчетных систем, поставщиков информации, разработчиков программного обеспечения и т.п.

## Продолжение приложения 16

Таблица 1\*

### *Слияния и универсализация бирж на рынках отдельных стран*

Страна	Созданные универсальные биржи	Из каких бирж были образованы	Год реорганизации
Нидерланды	Amsterdam Exchanges NV В настоящее время (2002) консолидирована в Euronext	Amsterdam Stock Exchange + EOE Optiebeurs (биржа производных)+ депозитарии + системы расчетов	Январь 1997
Финляндия	Helsinki Exchanges Group	Helsinki Stock Exchange последовательно консолидировалась с организаторами торговли производными инструментами, центральным депозитарием, системами клиринга и расчетов	Декабрь 1997
Швеция	OM Stockholm Exchange	Фондовая биржа + Биржа производных (Stockholm Stock Exchange, OM's derivative exchange OM Stockholm)	Январь 1998
Сингапур	Singapore Exchange	Stock Exchange of Singapore + Singapore International Monetary Exchange Ltd.	Декабрь 1999
Гонконг	Hong Kong Exchanges & Clearing	Hong Kong Stock Exchange + Hong Kong Futures Exchange + 3 клиринговые палаты  Слияние регистраторов, находившихся в собственности биржи и одного из крупнейших регистраторов мира Computershare (доля биржи в новом регистраторе – 24%)  Получение листинга HKEX на своей торговой площадке	Июнь 2000  Май 2001  Июнь 2001
Южно-Африканская Республика	Johannesburg Stock Exchange, с сохранением торговой марки SAFEX у структурных подразделений, организующих торговлю деривативами	Johannesburg Stock Exchange - приобретение South African Futures Exchange	Август 2001
Швейцария	Учреждение группы SWX (Swiss Exchange)	Холдинг, владеющий Swiss Exchange, virt-x, Eurex, STOXX и другими компаниями	2001
Франция + Нидерланды + Бельгия	Приобретение Euronext биржи LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange)	Euronext - приобретение LIFFE	Ноябрь 2001
Бразилия	Приобретение Sao Paulo Stock Exchange бразильского рынка деривативов SOMA (в качестве дочерней компании)	Sao Paulo Stock Exchange - приобретение SOMA (Sociedade Operadora do Mercado de Ativos)	Апрель 2002
Германия	Слияние Cedel International и Deutsche Buerse Clearing Франкфуртская фондовая биржа (Немецкая биржа АГ) приобретает полный контроль над Cedel International и Clearstream International (клиринг и расчеты)	Сделка не закончена	Январь 2000  Июнь 2002

\*Информация Всемирной федерации бирж, а также отдельных фондовых бирж, размещенная на официальных сайтах бирж в Интернет.

## Продолжение приложения 16

В 1997-2002 гг. прошла (и еще не завершилась) *волна слияний бирж на наднациональном уровне* (фондовых бирж, бирж срочных инструментов и рынков, созданных для среднего и малого бизнеса, совместное создание несколькими биржами специализированных рынков). По сути, конкурируют между собой уже не отдельные биржи, а *конгломераты, группы бирж* (примеры – *Euronext* (Париж, Брюссель, Амстердам, Лиссабон), *NOREX* (Стокгольм, Копенгаген, Исландия, Осло), *Eurex* (срочные рынки Германии и Швейцарии), *Virt-x* (панъевропейская биржа по торговле «голубыми фишками», совместный проект Swiss Exchange и Tradepoint), *EURO.NM* против *EASDAQ*, поглощенной в 2001 г. *Nasdaq Europe*, и т.д.). В Европе крупнейшие коммерческие и инвестиционные банки - участники бирж (которые также переживают волну слияний)- создают для себя единые, с одними стандартами торговые площадки, которые не должны знать национальных отличий, и должны обслуживать единый европейский рынок.

Создание *объединений бирж* продолжается и в 2001 – 2002 гг.: создание *virt-x* (электронной биржи для торговли европейскими “blue chips” в Лондоне в качестве совместной собственности Swiss Exchange и Tradepoint (июль 2001); вхождение Лиссабона (Lisbon & Porto Stock Exchange) в Euronext в конце 2001 г., соответственно, создание *Euronext Lisbon*; соглашение о кросс-членстве и кросс-трейдинге между *Euronext* и *Warsaw Stock Exchange* (Варшавской фондовой биржей;<sup>490</sup> приобретение *Helsinki Exchanges* 75% акций *Riga Stock Exchange*<sup>491</sup> и центрального депозитария Эстонии (EVK, Estonian Central Securities Depository). «*Helsinki Exchanges* выражает свой интерес в участии в развитии рынков ценных бумаг и производных инструментов в других странах Балтии. В стадии обсуждения находится возможное сотрудничество с фондовыми биржами Риги и Вильнюса”.<sup>492</sup>

В этой связи биржи небольших стран всё в большей мере стали повторять судьбу региональных бирж, они становятся провинциальными или - ради выживания- специализированными биржами. Эти биржи либо будут присоединены к крупным централизованным системам, либо будут находиться в депрессивном состоянии из-за дефицита денег, небольшого числа сделок, ухода игроков с рынка и т.д., либо, как уже указывалось, будут специализированы.

Вместе с тем, с начала 90-х годов нарастает противоположная волна в биржевых структурах – *децентрализации* - основанная на быстром развитии информационных технологий, в частности, Интернета, а также расширении торговли без финансовых посредников (disintermediation). В частности, речь идет об *ATS (Alternative Trading Systems)*- электронных рынках, созданных минуя фондовые биржи или организованные внебиржевые рынки (over-the-counter (OTC)- markets).

<sup>490</sup> World Federation of Exchanges Monthly Newsletter Focus.- 2002. - № 109. – P. 17.

<sup>491</sup> World Federation of Exchanges Monthly Newsletter Focus.- 2002. - № 110. – P. 4.

<sup>492</sup> Helsinki Exchanges Release 1.03.2002. Acquisitions.

## Продолжение приложения 16

На *третьем этапе* будут предприняты попытки создания мировых альянсов и биржевых сетей: в июне 2000 г. было объявлено о проекте **Global Equity Market (GEM)** – альянсе 10 бирж в торговле «голубыми фишками» (Нью-Йорк (NYSE), Торонто, Париж, Брюссель, Амстердам, Мехико, Сан-Паулу, Токио, Гонконг, Австралия). В 1999 – 2001 гг. обсуждается *альянс* на срочном рынке Globex - Чикаго (Chicago Mercantile Exchange), Парижская и Монреальская биржи, срочные биржи Бразилии, Сингапура и Испании.

### 2. Виды деятельности фондовых бирж

**Изменение видов бизнеса, являющихся областью деятельности фондовой биржи.** В последние годы появилась концепция “value chain”, или технологической цепи, которую организует и эксплуатацию которой осуществляет фондовая биржа. По мнению Всемирной федерации бирж (World Federation of Exchanges) полный технологический цикл в “value chain” включает в себя:

- «разработка правил функционирования рынка;
- допуск посредников (банков или брокеров) к осуществлению операций на централизованном рынке биржи;
- обеспечение способности покрывать позиции посредников, занятые ими на рынке, и, соответственно, создание механизма принудительного исполнения правил;
- допуск ценных бумаг к листингу;
- обеспечение непрерывного раскрытия корпоративной информации;
- создание адекватных системных ресурсов в области информационных технологий и коммуникаций;
- широкое распределение информации о состоянии рынка для ее использования публикой;
- обеспечение надлежащего клиринга сделок и урегулирования расчетов по ним;
- осуществление регистраторской деятельности в области ценных бумаг, трансфер-агентских функций** и депозитарной деятельности.

В дополнение к акциям, биржи обеспечивают преобладающую часть организованной торговли государственными и корпоративными облигациями, срочными инструментами, инвестиционными фондами, ETFs (exchange-traded funds), варрантами, конвертируемыми ценными бумагами. **Будучи прибыльно-ориентированными организациями, биржи могут идти и дальше в своей деятельности, ориентируясь на рост доходов, как это делается в других областях бизнеса».**<sup>493</sup>

<sup>493</sup> The Significance of the Exchange Industry. World Federation of Exchanges. March 2002. P.4.

## Сравнительный количественный анализ фондовых бирж

**Методологические замечания.** Анализ проводится по фондовым биржам-членам Международной федерации фондовых бирж (FIBV), имея в виду, что (с точки зрения членства в федерации) они являются значимыми в экономике своей страны, наиболее известными и признанными в международной практике, отвечая при этом всем требованиям, которые предъявляются фондовым биржам (критерии членства см. в *Annual Reports of FIBV, 1994- 2000*).

Здесь и далее приняты следующие особенности обозначений, если особо не указано иного: **Мексика**- биржа в Мехико, **Аргентина**- биржа в Буэнос-Айресе, **Нидерланды**- биржа в Амстердаме, **Греция**- биржа в Афинах, **Бельгия**- биржа в Брюсселе, **Дания**- биржа в Копенгагене, **Финляндия**- биржа в Хельсинки, **Турция**- биржа в Стамбуле, **Южная Африка**- биржа в Йоханнесбурге, **Португалия**- биржа в Лиссабоне, **Великобритания**- Лондонская фондовая биржа, **Норвегия**- биржа в Осло, **Франция**- биржа в Париже, **Австрия**- биржа в Вене, **Польша**- биржа в Варшаве, **Индонезия**- биржа в Джакарте, **Малайзия**- биржа в Куала-Лумпур.

**Рынки, которыми ограничен анализ.** Известно, что около 50% фондовых бирж имеют в своей структуре рынок опционов и примерно 30%- фьючерсный рынок (1996 г., данные по членам Международной федерации фондовых бирж, FIBV Annual Report. 1997). В данном аналитическом приложении **роль срочных рынков**, инкорпорированных в традиционные фондовые биржи, их соотношение с рынками акций и облигаций - **не рассматривается**.

**Цель анализа.** В центре внимания- попытки ответить на следующие вопросы:

- что такое «средняя», наиболее **типичная фондовая биржа** (являющаяся точкой отсчета для оценки уровня развития российских фондовых бирж)?
- каков **разброс значений** в объемных характеристиках фондовых бирж, какие **варианты структуры** существуют?

### 1. Объемные характеристики фондовых бирж

#### 1.1. Объем сделок с акциями и облигациями

Данные для анализа приведены в **таблице 1**.

Таблица 1

**Распределение фондовых биржевых рынков  
по объемам сделок с акциями и облигациями (объемные показатели)**

Страны	Объем сделок с акциями, млрд. долл.				Объем сделок с облигациями, млрд. долл.			
	1993	1996	1997	2000	1993	1996	1997	2000
1	2	3	4	5	6	7	8	9
США (NYSE)	2283.4	4063.7	5777.6	11060.0	9.8	5.5	5.1	2.3
Япония (Токио)	793.0	938.8	896.1	2315.5	185.4	179.7	138.0	32.4
Тайвань	352.6	478.4	1308.6	986.3	0.1	0.4	0.7	1.6
Корея	212.0	177.5	170.8	556.2	0.01	1.7	4.1	23.9
Франция (Париж)	170.4	282.0	414.3	1064.9	1268.2	1265.0	869.4	45.4
Канада (Торонто)	113.8	221.2	305.1	636.5	0.7	0.7	0.9	0.7
Таиланд	88.8	45.4	24.6	21.1	0.05	0.0	0.0	0.0
Австралия	67.8	146.2	171.0	226.5	0.5	0.2	0.1	0.8

## Продолжение приложения 17

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Италия	66.0	102.6	203.3	1019.6	1342.5	х	х	Х
США (Атех)	42.2	91.3	143.2	945.4	н/д	52.3	58.6	50.5
Аргентина	49.7	31.3	38.4	9.7	7.8	131.7	68.3	28.8
Испания (Мадрид)	42.5	79.9	138.7	х	13.6	73.7	27.4	1.7 (1999)
Израиль	30.0	8.1	14.2	28.5	7.5	13.9	13.2	18.4
Турция	21.1	36.2	56.1	179.0	10.9	32.3	35.1	263.8
Бельгия (Брюссель)	14.0	25.4	33.9	43.8	1.8	0.7	0.6	0.4
Южная Африка	10.4	27.0	44.7	77.4	216.0	696.0	924.1	1547.5
Индонезия	9.1	32.5	42.6	15.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Финляндия	7.9	22.0	36.3	208.3	10.4	0.1	0.1	0.01
Австрия	7.3	10.7	12.7	9.6	0.6	0.9	0.6	0.3
Канада (Ванкувер)	5.3	8.6	6.5	х	0.0	0.2	0.4	Х
Чили	2.8	8.5	7.4	6.1	7.8	0.0	10.0	10.9
Греция	2.8	8.2	21.1	94.2	н/д	0.01	0.1	0.03
Португалия	2.4	7.2	20.8	54.9	0.0	0.0	0.0	2.5
Польша	2.0	5.5	8.0	19.3	0.1	3.0	2.0	0.5
Люксембург	1.1	0.8	1.0	1.7	0.7	2.0	7.4	0.9

\*Расчитано по: FIBV Annual Reports 1994, 1997, 2000. Рассмотрены только те биржи, объем торгов по которым рассчитывается по системе TSV. Соответственно, из рассмотрения исключен ряд важных для анализа бирж (Лондон, Франкфурт, Амстердам, Хельсинки, Осло, Чикаго, Куала-Лумпур и некоторые другие). По 2000 г. – Мадридская фондовая биржа перестала публиковать данные в системе TSV, фондовая биржа в Ванкувере поглощена крупнейшей в Канаде биржей в Торонто.

**Анализ** фактических данных содержится в **таблице 2**, которая дает возможность сделать следующие выводы:

- по 30-35% фондовых бирж объем сделок с акциями находится в пределах от 10 до 100 млрд. долл. в год (в 1997 г. – от 10 до 50 млрд. долл. в год); это самая распространенная и устойчивая категория фондовых бирж;
- количество мелких бирж с объемом сделок с акциями до 10 млрд. долл. в год сокращается (в 1993 г. таких бирж было 9, в 2000 г. осталось 4);
- в 1993- 1997 гг. происходило быстрое и значительное укрупнение бирж, как тенденция, например, вместо 6 бирж с объемом торгов по акциям более 100 млрд. долл. в год в 1993 г. - их стало 10 в 1997 г. и 11 в 2000 г.; соответственно, и в диапазоне 1- 10 млрд. долл. произошло смещение бирж- по каждой позиции- в сторону укрупнения.

**Таблица 2\***

**Распределение фондовых биржевых рынков по объемам сделок с акциями и облигациями**

Объем сделок с акциями, млрд. долл.	Число фондовых биржевых рынков				Объем сделок с облигациями, млрд. долл.	Число фондовых биржевых рынков			
	1993	1996	1997	2000		1993	1996	1997	2000
Всего рынков, в т.ч.	25	25	25	23	Всего рассмотрено рынков, в т.ч.	22	24	24	23
Объем сделок с акциями					Объем сделок с облигациями				
• более 2000	1	1	1	2	• более 2000				
• >1000- <2000	1	1	1	2	• >1000- <2000	2	1	2	1
• >700- 1000				2	• >700- 1000		1		
• >500 -700	2	3	3	2	• >500 –700	1			1
• >200 - 500	2	3	4	1	• >200 – 500	1	2	1	
• >100- 200	3	2	1	3	• >100- 200		2	2	1
• >5 0- 100	7	8	10	5	• >5 0- 100	3	2	3	6
• >10 - 50	4	6	3	3	• >10 – 50	4	1	3	
• >5 - 10	5		1	1	• >5 – 10	1	3	2	4
• >1 -5		1			• >1 –5	8	8	8	8
• >0 -1					• >0 –1	2	4	3	2
• 0					• 0				

\* Расчеты проведены на основе данных таблицы 1.



## Продолжение приложения 17

По сделкам с **облигациями**:

- объем биржевых рынков по сделкам с облигациями, как правило, существенно меньше, чем по акциям (см. *таблицу 2*);
- по 40- 45% фондовых бирж объем сделок с акциями находится в пределах до 1 млрд. долл. в год; это самая крупная и устойчивая категория фондовых бирж, наиболее типичная ситуация (по небольшой группе наблюдаемых фондовых бирж торги с облигациями вообще не ведутся);
- более 50% фондовых бирж находятся в группе с объемом торгов облигациями до 5 млрд. долл.;
- в 4-5 раз меньше (в сравнении с акциями) фондовых бирж в группе, в которой объем торгов с облигациями превышает 100 млрд. долл.;
- ясно выраженная тенденция к росту объема торгов облигациями в 90-е годы по анализируемым фондовым биржам отсутствовала. Скорее, сокращался разброс в объемах между фондовыми биржами, происходило некоторое уплотнение облигационных рынков (более крупные биржи несколько сокращали объем торгов, а малые биржи, наоборот, несколько увеличивали свою активность на этом рынке).

В итоге, **наиболее «типичной»**, усредненной (точкой отсчета для анализа степени развития российских бирж) является **фондовая биржа с объемом торгов по акциям от 10 до 100 млрд. долл., по облигациям (государственным, муниципальным и корпоративным)- до 1 млрд. долл. (40-45% наблюдений)**.

### 1.2. Количество сделок и средняя величина сделок

Данные для анализа приведены в *таблице 3*.

Таблица 3

#### Количество сделок в день и средняя величина сделок по фондовым биржевым рынкам

Страны	Средняя сумма сделки (тыс. долл.)				Среднее количество сделок в день (тысяч шт.)			
	1993	1996	1997	2000	1993	1996	1997	2000
1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Развитые рынки</b>								
Великобритания	131.9	181.7	205.7	184.9	26.0	30.6	38.2	97.9
Нидерланды	82.3	73.9	84.0	55.3	3.2	9.0	15.1	48.3
Норвегия	53.1	63.8	59.8	28.6	1.3	2.3	3.3	9.6
США (NYSE)	49.2	54.1	56.3	50.0	183.5	295.9	405.3	877.0
США (NASDAQ)	44.9	41.7	45.3	27.4	118.9	311.6	391.1	2871.7
Германия	44.3	47.4	38.4	31.2	50.6	68.6	111.3	267.9
Дания (1995)	43.6	48.8	45.9	36.3	н/д	3.0	4.1	11.3
Финляндия	34.1	56.4	63.8	65.3	0.9	1.6	2.3	12.7
Испания (Мадрид) (TSV) (1995)	33.2	21.6	17.6	н/д	н/д	14.8	31.8	н/д
Япония	28.4	н/д	н/д	н/д	113.4	н/д	н/д	н/д
Швеция	27.1	41.8	36.4	35.3	6.3	13.0	19.4	54.8
Франция	22.4	10.8	11.2	21.7	30.3	107	148	193.8

## Продолжение приложения 17

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Австралия	20.7	30.8	27.8	15.3	12.8	18.7	24.3	58.7
Канада (Торонто)	19.0	24.1	27.4	19.4	23.7	36.4	44.3	130.6
США- Чикаго	17.0	19.7	19.8	18.4	23.1	25.0	39.6	257.0
Новая Зеландия	16.3	22.4	20.7	17.2	6.2	1.8	2.1	2.9
Гонконг	14.4	13.8	13.9	10.2	36.8	48.5	133.1	149.3
Италия	н/д	19.9	18.4	17.4	н/д	20.5	44.0	230.7
Люксембург	н/д	30.2	22.3	27.8	н/д	0.1	0.2	0.2
Сингапур	н/д	5.5	10.6	н/д	н/д	43.3	27.9	н/д
Швейцария	н/д	н/д	92.8	64.8	н/д	н/д	24.4	39.3
<b>Формирующиеся рынки</b>								
Мексика	136.5	46.3	45.8	36.4	1.9	3.7	4.8	5.0
Индонезия	36.1	18.5	14.3	3.3	1.0	100.3	87.0	19.2
Бразилия (Сан-Паулу)	20.1	76.0	101.9	25.2	5.2	5.2	7.5	16.2
Южная Африка	16.2	18.7	19.1	18.5	2.5	5.7	9.4	16.9
Чили	9.9	18.8	20.1	24.7	1.1	1.8	1.5	1.0
Турция	7.5	2.9	2.7	5.5	11.4	50.0	82.0	131.8
Тайвань	6.9	6.5	8.5	6.1	175.5	255.7	539.7	593.1
Польша	1.8	2.4	2.3	5.2	7.3	9.0	14.0	15.0
Греция	н/д	4.1	5.7	4.3	н/д	8.1	15.0	87.5
Корея	н/д	6.5	4.7	3.5	н/д	92.7	124.0	664.7
Малайзия	н/д	7.2	6.8	2.2	н/д	100.3	87.0	98.2
Таиланд	н/д	4.9	2.8	2.3	н/д	38.0	35.3	37.7
Португалия	н/д	23.1	24.2	13.7	н/д	1.3	3.5	16.3

\*\*Расчитано по: FIBV Annual Reports 1994, 1997, 2000. Рассмотрены как те биржи, объем торгов по которым рассчитывается по системе TSV, так и те, показатели которых формируются по системе REV. Последнее относится к следующим биржам (Чикаго, Франкфурт, Лондон, NASDAQ, Швеция, Швейцария, Дания, Норвегия) и, по оценке, не затрагивает основных выводов.

Анализ данных, приведенных выше, содержится в *таблице 4*:

- примерно для **60-65%** биржевых рынков **средняя величина сделки** колеблется **от 10 до 50 тыс. долл.**, при этом по 20-25% биржевых рынков эта величина составляет 10-20 тысяч долл.;
- соответственно, только **по отдельным рынкам** средняя величина сделки является **особо крупной величиной** (от 100 до 200 тыс. долл. - Великобритания);
- **размеры сделок на развитых биржевых рынках выше**, чем на формирующихся, не существует ни одного развитого рынка, для которого бы средняя величина сделок была бы меньше 10 тыс. долл. (на этих рынках этот показатель ниже всего в Гонконге – 10.2 тыс. долл., что связано с тем, что азиатским рынкам присущ мелкий характер партий);
- **большинство азиатских рынков имеет мелкий средний размер сделок** (менее или около 10 тыс. долл.) **при очень высоком количестве сделок** (например, биржа Тайваня при среднем размере сделки чуть более 6 тыс. долл. является одной из ведущих бирж в мире по количеству сделок);
- **в конце 90-х годов** стала складываться тенденция постепенного уменьшения средней величины сделок (по оценке, в связи с внедрением систем интернет – доступа и более широким участием розничных инвесторов в торговле акциями), рынки стали более диверсифицированными, раздробленными.

## Продолжение приложения 17

Таблица 4\*

**Распределение фондовых биржевых рынков по  
средней величине и количеству сделок в день с акциями**

Средняя сумма сделки (тыс. долл.)	Число фондовых биржевых рынков				Среднее количество сделок в день (тысяч шт.)	Число фондовых биржевых рынков			
	1993	1996	1997	2000		1993	1996	1997	2000
Всего рассмотрено рынков, в т.ч.	25	32	33	31	Всего рассмотрено рынков, в т.ч.	23	32	33	31
Средняя сумма сделки, тыс. долл.					Среднее количество сделок в день, тыс. шт.				
• более 200			1		• более 500			1	4
• >100- 200	2	1	1	1	• >300- 500		1	2	
• >80- 100	1		2		• >100- 300	4	4	4	7
• >50- 80	1	5	3	3	• >80-100		2	3	3
• >20- 50	12	11	11	11	• >50- 80	1	1		2
• >10- 20	5	7	8	8	• >20- 50	5	8	9	3
• >5- 10	3	4	3	3	• >10- 20	2	3	4	7
• >1- 5	1	4	4	5	• >5- 10	4	5	2	1
• >0- 1					• >1- 5	6	7	7	2
					• >0- 1	1	1	1	2

\* Расчеты проведены на основе таблицы 3.

Анализ распределения фондовых бирж по количеству совершаемых сделок в день также приведен в **таблице 4**:

- существует две основные группы бирж- а) с плотностью совершаемых сделок от 10 до 50 тысяч в день (примерно 35%; б) со средним количеством сделок в день от 80 до 300 тысяч (более 30% бирж);
- увеличивается число бирж, работающих в диапазоне от 80 тыс. сделок в день и выше (примерно 45% бирж, часть из них крупные биржи индустриальных стран, часть- азиатские биржи, совершающие огромное число сделок с мелкими партиями ценных бумаг);
- общая тенденция к увеличению количества сделок, заключаемых на фондовых биржах, выразилась в 90-е годы в постоянном увеличении долей тех групп бирж, на которые приходится больший объем сделок.

В итоге, учитывая распределение бирж по объему партий ценных бумаг и по количеству сделок, **наиболее типичной, «средней»** является фондовая биржа с **числом сделок в день** от 10 до 50 тысяч и **средней величиной сделки** от 10 до 50 тыс. долл.

При этом, если учесть, что ежегодное количество рабочих дней фондовых бирж колеблется в среднем от 243 до 252-253 (исключение: Тайвань- 285- 290 торговых дней), то средний ежедневный объем торгов для такой биржи будет колебаться (см. **раздел 1.1**) от 40 млн. до 200 млн. долл. в день.

Рассмотренные количественные характеристики «средней» биржи создают только шкалу для сравнения конкретных российских и зарубежных бирж по различным параметрам.

В реальности, **динамика этих параметров-показателей средней суммы сделки и среднего количества сделок в день- противоположна**, они находятся в

## Продолжение приложения 17

обратной зависимости друг с другом (см. *таблицу 3*). Нельзя считать, что обычно при числе сделок в день - 50 тысяч- одновременно распространенной является партионность рынка в 50 тыс. долл.

Чем более мелкими становятся партии ценных бумаг и все более розничный характер приобретает биржевой рынок, тем больше, при прочих равных, ежедневное количество сделок на нем. И, наоборот, чем больше партии ценных бумаг приближаются к крупным блокам, чем более оптовой становится биржа, тем меньшее количество сделок в день будет заключаться на ней.

Соответственно, возможно рассматривать *тип биржи* с точки зрения того, характерен ли для нее *крупный опт* (например, Лондон- дилерский рынок, крупная партионная торговля), *мелкий опт в сочетании с блоками* (Нью-Йорк- множественный ликвидный рынок с двойным аукционом) или даже структура рынка, приближенная по сумме сделок к *розничной* (средняя сумма сделки- несколько тыс. долл., как на азиатских рынках).

Наиболее ярко обратная зависимость между величиной сделок и их количеством проявляется (см. *таблицу 3*):

- биржи Индонезии и Турции (быстрое сокращение средней величины сделок при заметном увеличении их объема в 1993-1997 гг.);
- биржи в Тайване, Малайзии и Корее (в 1997 г. средняя величина сделки менее 10 тыс. долл. при количестве сделок в день- одном из самых высоких в сравнении с другими биржами мира, Тайвань являлся одним из мировых лидеров по этому показателю); аналогично- Гонконг (средняя сумма сделки- чуть более 10 тыс. долл. при количестве сделок в день, достигнутом в 2000 г., около 150 тысяч);
- сравнение рынков- Нью-Йорк (NYSE, 1 место в мире по объему торгов) и Лондон (3 место в мире по объему торгов). В Нью-Йорке средняя сумма сделки примерно в 3.7 раза меньше, чем в Лондоне при том, что количество сделок, совершаемых в день, выше примерно в 9 раз (2000). То есть Лондон является рынком с более крупными по размеру торгуемыми партиями ценных бумаг при меньшей дробности и при более низком операционном напряжении рынка (с точки зрения количества совершаемых сделок).

## 2. Структура фондовых биржевых рынков по эмитентам и членам биржи

### 3.1. Количество эмитентов, обслуживаемых фондовыми биржами

*Анализ* распределения фондовых бирж по «пропускной способности» (количеству эмитентов, акции которых обращаются на фондовой бирже) приведен в *таблицах 5-6*.

## Продолжение приложения 17

Таблица 5\*

### Распределение фондовых биржевых рынков по количеству эмитентов (акции которых обращаются на фондовой бирже)

Страны	Количество эмитентов – всего (отечественные и иностранные компании)			
	1993	1996	1997	2000
США (Nasdaq)	4611	5556	5487	4734
Великобритания (Лондон)	2412	2494	2513	2374
США (NYSE)	1945	2476	2626	2862
Япония (Токио)	1775	1833	1865	2096
Канада (Ванкувер)	1642	1495	1429	х
Германия	1297	1971	2696	изменение методологии
Канада (Торонто)	1193	1323	1420	1421
Австралия	1107	1190	1219	1406
Франция (Париж)	934	897	924	966
США (Amex)	889	695	710	649
Корея	693	760	776	702
Южная Африка	631	626	642	606
Израиль	558	655	659	665
Нидерланды	482	343	348	392
Швейцария	464	436	428	416
Малайзия	410	618	703	790
Испания (Мадрид)	379	361	388	1036
Таиланд	347	454	431	381
США (Чикаго)	300	289	268	изменение методологии
Бельгия (Брюссель)	304	269	265	265
Тайвань	285	382	404	531
Чили	263	290	294	261
Италия	259	248	239	297
Дания	257	249	249	235
Люксембург	217	278	284	270
Швеция	205	229	261	311
Мексика	190	193	198	177
Индонезия	172	252	281	286
Аргентина	165	147	136	125
Турция	160	228	259	316
Австрия	155	142	138	111
Норвегия	135	172	217	215
Финляндия	58	115	126	158
Польша	44	83	143	225

\*Расчитано по: FIBV Annual Reports 1994, 1997, 2000. Фондовая биржа в Ванкувере (Канада) к 2000 г. перестала существовать (ее правопреемником стала Canadian Venture Exchange). В расчет включены все эмитенты (отечественные и иностранные), акции которых обращаются как на главном, так и на параллельном рынках.

Как следует из **таблицы 6**, наиболее **типичная, «средняя биржа»** работает с **200- 500 эмитентами** (таких бирж- 40-45% в обследуемой группе). Вместе с тем очень значительна группа особо крупных бирж (на 20-25 % из них прошли листинг более 1000 компаний- эмитентов).

Очевидна (см. **таблицу 6**) тенденция 1993 – 2000 гг. **к росту количества акций и компаний**, допущенных к обращению на фондовых биржах. По анализируемой их группе- фондовых бирж с количеством эмитентов менее 100 к 1997 г. не осталось, увеличились количество и доля фондовых бирж, имеющих от 700 до 2000 эмитентов и выше; выросли число и доля фондовых бирж в основной группе- от 200 до 500 эмитентов, акции которых прошли листинг.

## Продолжение приложения 17

Таблица 6

### Количество эмитентов, прошедших листинг на фондовых биржевых рынках

Число эмитентов, прошедших листинг	Число фондовых биржевых рынков			
	1993	1996	1997	2000
Всего рассмотрено рынков, в т.ч.	34	34	34	31
прошло эмитентов листинг				
• более 2000	2	3	4	4
• >1000- <2000	6	5	4	3
• >700- 1000	2	2	4	3
• >500 -700	3	4	2	4
• >200 - 500	13	14	15	13
• >100- 200	6	5	5	4
• >50- 100	1	1		
• >0 - 50	1			

\*Рассчитано по данным таблицы 5.

### 2.2. Количество членов биржи

Среднее количество членов биржи (по 56 фондовым биржам – членам FIBV) (данные FIBV Annual Report 2000, р.43) –300 – 320.

## 3. Сравнительный анализ фондовых бирж как предприятий

### 3.1. Численность персонала

Средняя численность персонала фондовых бирж составляет 300-350 человек (341- в 1995 г., 370- в 1994 г.); отмечается тенденция к уменьшению численности персонала фондовых бирж. Распределение 43 бирж по группам численности персонала (1995, данные за последующие годы отсутствуют) приведено в *таблице 7*.

Таблица 7\*

#### Распределение бирж по группам численности персонала

Численность персонала (чел.)	Число бирж, имеющих данную численность персонала	Перечень бирж (в порядке уменьшения численности персонала)
800-1000	4	Нью-Йорк (NYSE), Лондон, Токио, Чикаго (СВОЕ)
600- <800	3	Нью-Йорк (Атех), Австралия, Париж
400- <600	6	Таиланд, Тайвань, Корея, Торонто, Сан-Паулу, Гонконг
200- <400	11	Германия, Куала-Лумпур, Стамбул, Буэнос-Айрес, Йоханнесбург, Мехико, Рио-де-Жанейро, Сингапур, Ванкувер, Осака, Чикаго (Чикагская фондовая биржа)
100- < 200	9	Мадрид, Монреаль, Сантьяго, Швейцария, Амстердам, Варшава, Филиппины, Брюссель, Тегеран
0- <100	10	Италия, Люксембург, Барселона, Стокгольм, Осло, Копенгаген, Вена, Бильбао, Хельсинки, Новая Зеландия

\* Рассчитано по: FIBV Annual Report 1996.

Соответственно, *примерно 70% фондовых бирж* имеют численность персонала до 400 человек, примерно 40%- до 200 человек.

### 3.2. Размеры собственного капитала фондовых бирж

Средний размер капитала фондовых бирж составляет, по оценке, 100 - 150 млн. долл. (134 млн. долл.- в 1995 г., 119.4 млн. долл.- в 1994 г.); отмечается тенденция к увеличению размеров капитала (рост капиталоемкости организации фондового бирже-

## Продолжение приложения 17

вого рынка). Распределение 41 биржи по размерам капитала (1995 г., данные за последние годы отсутствуют) приведено в **таблице 8**.

**Таблица 8\***

**Распределение бирж по размерам собственного капитала**

Размер собственного капитала (млн. долл.)	Число бирж, имеющих данный размер собственного капитала	Перечень бирж (в порядке уменьшения размер капитала)
400-500	4	Париж, Корея, Нью-Йорк (NYSE), Тайвань
300- <400	1	Сан-Паулу
200- <300	3	Куала-Лумпур, Токио, Таиланд
100- <200	6	Амстердам, Лондон, Стамбул, Сингапур, Рио-де-Жанейро, Австралия
50- < 100	7	Нью-Йорк (Amex), Мехико, Чикаго (СВОЕ), Гонконг, Осака, Мадрид, Буэнос-Айрес
0- <50	20	Швейцария, Варшава, Сантьяго, Стокгольм, Люксембург, Торонто, Брюссель, Филиппины, Осло, Чикаго (Чикагская фондовая биржа), Италия, Барселона, Монреаль, Хельсинки, Ванкувер, Бильбао, Вена, Копенгаген, Новая Зеландия, Йоханнесбург

\* Рассчитано по: FIBV Annual Report 1996.

### 3.3. Объем и структура доходов фондовых бирж

В соответствии с расчетами, проведенными на основе **годовых отчетов FIBV** (1995, 1997, 2000) средний объем доходов, приходящийся на фондовую биржу, составляет в 1994 г. - 95,2 млн. долл., в 1996 г. - 106 млн. долл. в год, в 1999 г. - 104.4 млн. долл. (совокупный доход 56 фондовых бирж- членов FIBV составляет 5.85 млрд. долл., что в среднем на биржу равно указанной выше сумме). Структура доходов фондовых бирж (сводные данные по членам Международной федерации фондовых бирж) рассмотрена в **таблице 9**.

**Таблица 9\***

**Структура доходов фондовых бирж**

Показатели	1996	1999
Всего доходов, %, из них	100	100
Услуги фондовых бирж, в т. ч. (оценка)	36.7	27.5 (оценка)
-распространение ценовой информации	12.9	11.2
-клиринг	5.9	4.4
-расчеты	5.6	1.0
-депозитарные услуги	1.0	1.4
-членские взносы	4.9	3.6
-компьютерные услуги	2.3	1.7
-прочие	4.1	4.2
Плата за трейдинг (оценка), в т.ч.	31.2	40.0 (оценка)
-биржевые сборы по сделкам	21.4	35-37
-предоставление терминалов в аренду	6.3	2-3
-плата за мэтчинг (matching)	2.0	0.5 -1
-прочие	1.5	0.5 - 1
Плата за листинг, в т.ч.	18.8	20.5 (оценка)
-ежегодная плата	10.8	10-12
-начальная плата за листинг	8.0	6-8
-прочие	-	2
Прочие поступления, в т.ч.	13.3	12.0 (оценка)
-продажа систем и технологий	2.3	н/д
-инвестиции биржи за собственный счет	8.5	7.5-8.0
-штрафы	0.3	н/д
-арендная плата	1.1	н/д
-прочие	1.1	н/д

\* Рассчитано по: FIBV Annual Reports 1997, 2000.



## *Продолжение приложения 17*

Как следует из *таблицы 9*, доходная база фондовых бирж диверсифицирована и охватывает весь цикл организованной торговли- от доступа на рынок до совершения сделок, клиринга, расчетов, депозитарных услуг и распространения информации по ним. Наиболее важной статьёй поступлений являются услуги биржи (прежде всего, платежи за распространяемую информацию), далее- плата за трейдинг (самая крупная статья- биржевые сборы по сделкам), и только третье место в структуре доходов занимает плата за листинг (структуру указанных статей доходов см. выше).

### *3.4. Формирование прибылей фондовых бирж*

Биржи обычно *прибыльны*. В 1999 г. *индикатор «прибыль/капитал»* составлял, в среднем, составлял 22.5% (при объеме прибыли до взимания налогов в среднем, по «типичной бирже» 20-25 млн. долл. в год) (более поздние данные отсутствуют).

*Практика коммерциализации фондовых бирж по странам*<sup>494</sup>

Биржи *Латинской Америки*, которые преобладающую часть прибыли распределяют среди владельцев биржи в качестве дивидендов. С 1996 г. в *Австралии* национальная биржа (Австралийская фондовая биржа) существует в форме акционерного общества, целью которого является получение прибыли, а акции обращаются на самой бирже (с 1998 г.). Новая - «смешанная»- концепция фондовой биржи была принята в *Бельгии* в середине 90-х годов (Закон от 6 апреля 1995 г. о фондовых биржах, опубликованный в правительственном вестнике Belgisch Staatcblad/Moniteur Belge 3.06.95 и вступившего в силу с 1.01.96 г.). В соответствии со статьей 9 этого Закона «фондовая биржа... существует в форме кооперативного общества с ограниченной ответственностью... Компании, участвующие в деятельности биржи, имеют право на часть в капитале биржи в устанавливаемой ими пропорции... Фондовая биржа не преследует коммерческих целей. Она может распределять годовой дивиденд».

С июня 2000 г. фондовая биржа *Гонконга* (Hong Kong Stock Exchange) торгует акциями компании Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEx), в чьей 100% - ной собственности она находится. В *Индии* значительная часть фондовых бирж существует в форме акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. В *Италии* в 1997 г. биржа стала акционерным обществом (ранее – публичный институт, с органами управления, их членами и брокерами, являющимися государственными чиновниками, назначаемыми Министерством финансов). В *Канаде* Торонтская фондовая биржа (Toronto Stock Exchange) в конце 1999 г. стала акционерным обществом. Как указывалось выше, в 2000 г. должно было начаться *слияние Лондонской и Франкфуртской фондовых бирж*, в проекте соглашения о создании нового акционерного общества (раздел 4) – биржи iX-international exchanges plc. - указывалось, что цель управления биржей – максимизация стоимости акций, находящихся в собственности акционеров (проект не был реализован). *Лондонская фондовая биржа* еще в 1999 г. приняла решение о преобразовании в публичное акционерное общество. *Франция, Бельгия, Нидерланды* – завершение слияния бирж в Париже, Брюсселе и Амстердаме (биржа Euronext) базируется на публичном размещении акций (середина 2001 г.). При этом было объявлено, что «одна из главных целей Euronext – иметь столько розничных акционеров, сколько это будет возможно, эта категория акционеров особенно важна для панъевропейской биржи». *Норвегия* – Oslo Stock Exchange акционировалась в 2000 г. (часть акций размещена среди персонала биржи). В *США* в мае 2000 г. Pacific Exchange выделила свой рынок акций в дочернюю компанию PCX Equities Inc. с последующим созданием на ее основе электронной биржи (слияние с крупнейшей альтернативной торговой системой Archipelago) и выводом акций новой биржи Archipelago Exchange на рынок. В ноябре 2000 г. публичными акционерными

<sup>494</sup> Источники: International Securities Services Association Handbook 1998-99, International Federation of Stock Exchanges. Focus Monthly Newsletters 1998 – 2001, International Federation of Stock Exchanges Annual Report 2000 (Cost and Revenue Survey 1999), IOSCO Issues Paper of Exchange Demutualization, June 2001 (размещен на сайте IOSCO).

## *Продолжение приложения 18*

компаниями стали CME (Chicago Mercantile Exchange) и NYMEX (New York Mercantile Exchange). Планирует акционироваться CBOT (Chicago Board of Trade). Произошло акционирование NASDAQ (в начале 2001 г. – частное размещение акций, в 2002 г. планируется переход к публичному обращению акций NASDAQ). В **Швеции** с начала 90-х гг. фондовая биржа была акционирована и в настоящее время существует (OM Stockholmsbörsen) в составе холдинговой компании OM, акции которой, в свою очередь, обращаются на фондовой бирже – дочерней компании. В **Японии** в ноябре 2001 г. собрание членов Tokyo Stock Exchange приняло решение о превращении ее в организацию, находящуюся в частном владении и имеющую коммерческий статус.<sup>495</sup> В **Новой Зеландии** в январе 2002 г. объявлено о превращении биржи (New Zealand Stock Exchange) во второй половине 2002 г. в коммерческую организацию, с последующим листингом акций на публичном рынке.<sup>496</sup> В **Швейцарии** в январе 2002 г. Swiss Exchange объявила о реорганизации: получении статуса акционерного общества вместо существующего организационно – правового статуса ассоциации. В **Германии** в июне 2002 г. завершено закрытое размещение более 9 млн. акций Немецкой биржи АГ с номиналом 44 евро среди институциональных инвесторов в Европе и США, кроме того, Deutsche Bank получил опцион на выкуп еще 1.2 млн. акций. Эти средства (дополнительный прирост оплаченного капитала) будут направлены на приобретение Cedel International и Clearstream International.

---

<sup>495</sup> World Federation of Exchanges Monthly Newsletter Focus.- 2001. - № 106. – P. 12.

<sup>496</sup> World Federation of Exchanges Monthly Newsletter Focus.- 2002. - № 107. – P. 9.

*Примеры типов альтернативных торговых систем*

- Торговый пол, поддерживающий двусторонний непрерывный аукцион. Ведется системой, выступающей в качестве специалиста (в том же смысле, в какой функции специалиста понимаются на Нью-Йоркской фондовой бирже), с автоматическим удаленным вводом (через систему коммуникаций) и исполнением приказов на покупку и продажу;

- система, позволяющая до установленного времени вводить, накапливать и отменять лимитные приказы на покупку и продажу в автоматически ведущейся книге ордеров. В установленный момент времени производится онкольный аукцион с расчетом «аукционной цены», по которой можно удовлетворить максимально большое количество приказов на покупку и продажу; по указанной цене производится мэтчинг и, соответственно, исполнение приказов через брокерско - дилерскую компанию, которая управляет данной торговой системой или является ее агентом;

- система, позволяющая ее участникам вводить анонимные лимитные приказы, по которым немедленно производится автоматический мэтчинг, если в системе находятся противоположные приказы, удовлетворяющие им по параметрам; невыполненные лимитные приказы остаются в книге ордеров, которая доступна на терминалах всех участников. Брокер- дилер, управляющий системой, в любой сделке является одной из сторон, действуя за свой собственный счет на безрисковой основе (любая сделка между участниками расщепляется на две, в каждой из которых одной из сторон является брокер-дилер);

- торговая система, участниками которой являются институциональные инвесторы по сделкам с неликвидными ценными бумагами. Участник может выставить в системе анонимный приказ на продажу и, соответственно, контрагент может направить в систему аналогичный приказ на покупку для автоматического мэтчинга. Контрагент может также предпочесть провести переговоры, используя торговую систему в качестве агента. В этом случае контрагент выставит по выделенному телефонному номеру свои предложения, представители торговой системы будут вести трехсторонние переговоры, в которых покупатель и продавец будут анонимны. При согласовании условий сделки и сопровождающих докумен-

## *Продолжение приложения 19*

тов сделка будет проведена в торговой системе с обеспечением денежных расчетов и трансферта ценных бумаг;

- торговая система, позволяющая участникам вводить приказы (компьютер, факс, телефон). Указанные приказы не выводятся на терминалы других участников (ни в форме книги ордеров, ни в ином виде). В определенное время приказы крессируются (т.е. выполняются по ценам, зафиксированным на другом рынке, который к данному моменту времени закончил свою работу). В качестве цен крессирования могут использоваться цены закрытия, а также средневзвешенная по объемам цена дня, рассчитываемая как средняя от суммы максимальной котировки закрытия на покупку (bid) и минимальной котировки закрытия на продажу (offer);

- торговая система выводит на терминалы участников приказы на покупку и продажу, которые передаются по телефону служащему брокерско-дилерской компании. Участники системы, готовые купить против выставленного на терминале приказа на продажу (или готовые продать против выставленного приказа на покупку), в свою очередь, передают по телефону служащему свои указания, и тот осуществляет мэтчинг противоположных приказов;

- торговая система дает возможность ее участникам вводить приказы на покупку и продажу, являющиеся условными (т.е. они могут быть исполнены только при наступлении определенных условий на рынке); приказы не выводятся на терминалы подписчиков системы. Мэтчинг приказов осуществляется на основе математических алгоритмов, позволяющих выполнить условия, заложенные в противоположных ордерах (на покупку и продажу).

**Примеры альтернативных торговых систем для розничных инвесторов (США и Чехия)**

**Классификация ATS, предназначенных для розничных инвесторов.**

Указанные делятся на *две основные группы*:

<p>ATS, в которые нет доступа непосредственно розничным инвесторам. Эти ATS ориентируются на розничных он-лайнных брокеров или на традиционных брокеров с розничной клиентурой. Соответственно, розничные инвесторы входят на рынок через своих брокеров. Практически все розничные ATS относятся к этому виду альтернативных торговых систем</p>	<p>ATS, непосредственными участниками которой (подписчиками) являются розничные инвесторы. В силу того, что в США очень высок уровень развития брокерского обслуживания населения при том, что преобладающую часть фондового рынка формируют институциональные инвесторы и финансовые посредники, попытки создания подобных розничных ATS являются единичными.</p>
<p>Примеры: Marketxt, Redibook</p>	<p>Пример: WAMEX (находится в проекте)</p>

Кроме того, существуют (2000 г., США) *несколько электронных торговых систем, обслуживающих первичное размещение ценных бумаг (первичный рынок) – Wit Capital, E Investment Bank* и другие.

*Примеры альтернативных торговых систем для розничных инвесторов (США и Чехия)* приведены ниже.

**WAMEX (США, вторичный рынок)**(www.wamex.com). Данный проект развивался в 1996-1999 гг. (в 2000 –2001 гг. продолжает оставаться на проектной стадии). Основные принципы – создание интернет-торговой системы (по сути, ATS), в которой могли бы непосредственно участвовать розничные и институциональные инвесторы, минуя брокеров и других финансовых посредников. Должен был состоять из автоматизированной торговой системы (интернет-ввод ордеров, 24-часовой трейдинг, трансграничная торговля, анонимность заявок инвесторов, минуя брокерские фирмы, низкие транзакционные издержки, исключая брокерские комиссии, операции на девяти языках мира, торговля клиентов непосредственно друг с другом, без брокера), системы автоматического листинга (раскрытия информации), автоматического клиринга и расчетов по ценным бумагам (T+0), обеспечение клиентов аналитической информацией. Объект торговли – акции молодых растущих компаний.

**E InvestmentBank (США, первичный рынок** (учрежден Wedbush Morgan Securities, он-лайнный инвестиционный банк). Основы работы:

–открытие и ведение через Интернет автоматических счетов розничных и институциональных клиентов, на которые могут быть зачислены ценные бумаги по результатам первичных размещений;

-предложение клиентам по фиксированным ценам различных открытых и закрытых размещений ценных бумаг;

## Продолжение приложения 20

- автоматический, через Интернет ввод приказов на покупку размещаемых ценных бумаг по объявленным ценам (прямой доступ к первичным размещениям);
- автоматическое совершение сделок и зачисление ценных бумаг на счет;
- автоматические депонирование и перевод денежных средств за приобретенные ценные бумаги;
- доставка клиентам аналитической информации об эмитентах ценных бумаг и рисках, связанных с ними;
- распределение эмиссии по счетам клиентов и зачисление выручки на счет эмитентов;
- раскрытие инвесторам информации о размещаемой эмиссии (проспекта эмиссии) и итогов размещения;
- взимание платежей за андеррайтинг и комиссий, выполнение брокерских поручений по перепродаже приобретенных ценных бумаг на вторичном рынке и др.

Кроме того, *E InvestmentBank* фактически создает книгу лимитных ордеров при первичном размещении – будущий инвестор может создать свою «личную» книгу лимитных ордеров (E OrderBook), разместив в ней лимитные приказы («купить не выше такой-то цены такое-то количество ценных бумаг») по тем эмиссиям, в которых он заинтересован (с возможностями последующего изменения или отмены приказов)

***RM-System (вторичный и первичный рынок, Чехия)*** ([www.rmsystem.cz](http://www.rmsystem.cz)) – пример рынка, на котором с равными правами действуют и розничные и оптовые инвесторы, и профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Является ***акционерным обществом***, имеет официальный статус (лицензию) ***организатора внебиржевой торговли*** ценными бумагами,<sup>497</sup> которому запрещено торговать ценными бумагами за свой счет и в качестве брокера, обеспечивает ***функции*** организатора торговли (аукционное ***сведение*** заявок на продажу и покупку на анонимной основе, ***проведение*** через рынок заранее оговоренных сделок с ценными бумагами, ***торговля*** блоками, ***обеспечение*** инфраструктуры для кредитования и получения займов ценными бумагами, первичное ***размещение*** и ***погашение*** ценных бумаг и др.).

Основные ***характеристики*** рынка:

- не является рынком финансовых посредников*** (банков и брокерских компаний), через которых торгуют оптовые и розничные инвесторы), *RM-System* не основана на членстве;
- является ***дочерней компанией***, чьи акции находятся в 100% -ной собственности акционерного общества PVT (крупного чешского производителя вы-

<sup>497</sup> RM-System Trading Rules, [www.rmsystem.cz](http://www.rmsystem.cz).



## Продолжение приложения 20

числительной техники, программного обеспечения и информационных технологий);

-основан на **национальной сети розничных пунктов доступа** к рынку, «фондовых магазинов» (примерно 100 в Чехии, в этом качестве используются центры технического обслуживания PVT);

-организатор торговли, чьими **клиентами** могут быть любые **физические и юридические лица, резиденты и нерезиденты, с минимальными требованиями** к ним **при доступе** на рынок (правовая дееспособность, предоставление необходимой информации о себе, отсутствие нарушений в этике ведения бизнеса, открытие счета в центральной депозитарии и счета в расчетном банке, обслуживающем RM-System, наличие необходимых технических и программных средств для клиентов, работающих через собственные пункты доступа);

-**электронный рынок**, основанный на **продвижении ордеров** (“order-driven market”), автоматическом **двойном непрерывном аукционе** (в пределах установленных на каждый день лимитов изменения цен), **обеспечении 100%-ной гарантии сделок** за счет предварительного, до совершения сделок депонирования ценных бумаг (в центральной депозитарии на счете клиента) и денежных средств (в едином расчетном банке на счете клиента), на совершении сделок в режиме реального времени, с последующим автоматическим переводом денежных средств и ценных бумаг клиентов, основанным на принципе «поставка против платежа»;

-**смешанный рынок (ежегодный оборот в конце 90-х годов – 5-6 млрд. долл.)**, на котором действуют **и профессиональные участники рынка ценных бумаг, и любые другие розничные и оптовые инвесторы** (клиенты различаются только по способам доступа на рынок – через розничные “фондовые магазины”, через рабочие станции, через модемную связь и т.п.); с 1999 г. – создание института маркет-мейкеров (10 маркет-мейкеров по 25 ценным бумагам);

-**отсутствие листинга, к обращению приняты все ценные бумаги**, которые когда-либо прошли государственную регистрацию в качестве публично обращаемых, включая иностранные ценные бумаги, зарегистрированные в стране происхождения эмитента (количество торгуемых ценных бумаг – *более 1600* на конец 1999 г.);

-**механизм надзора за честностью рынка** - возможности исключения клиентов из состава участников (нарушения законодательства, правил торговли, нечестное поведение на рынке) и ценных бумаг из состава финансовых инструментов, обращаемых на рынке (банкротство эмитента, нарушение эмитентом правил деловой этики и т.п.);

-**сегменты: по видам ценных бумаг** - эмиссионные ценные бумаги и деривативы; **по технологии и видам сделок**– анонимный двойной аукцион, прямые договорные сделки, регистрируемые через рынок, первичное размещение, торговля блоками, кредитование ценными бумагами и погашение ссуд и др.

**Альтернативные торговые системы, созданные в конце 90-х годов для российских розничных инвесторов**

Появление альтернативных торговых систем в России сдерживается узостью рынка эмиссионных ценных бумаг, дефицитом денежного спроса на российские фондовые ценности. Вместе с тем в области торговли долгами, векселями, внебиржевыми срочными контрактами подобные торговые и информационные системы появились в Москве с середины 90-х годов.

В конце 90-х годов – в послекризисное время – стали возникать альтернативные торговые системы, рассчитанные на торговлю эмиссионными ценными бумагами или их суррогатами и рассчитанные на розничных российских инвесторов.

**Интернет – биржа с прямым доступом инвесторов Индекс (INternet Direct - access eXchange (INDX))** – как следует из информации сайта ([www.indx.ru](http://www.indx.ru)) проект запущен в действие осенью 1999 г. и характеризуется следующим:

-**отсутствие лицензии** на организацию торговли (как эмиссионными ценными бумагами, так и, с высокой вероятностью, срочными контрактами)

-предназначен непосредственно **для розничных инвесторов** («любых желающих»)– российских резидентов, которые могут торговать напрямую на интернет-бирже, минуя финансовых посредников (по состоянию на август 2000 г. – около 600 розничных «трейдеров» – инвесторов, в октябре 2001 г. – более 3500 трейдеров). При этом «любое лицо может зарегистрироваться в качестве Трейдера, но любое лицо может и выпустить в обращение в торговой системе обеспеченный его имуществом инструмент и стать продавцом» (рекламный материал «Биржа ИНДЕКС – открытая система», [www.indx.ru](http://www.indx.ru))

-**объектом торговли** являются «**инструменты**», которые объявлены «производными», например, «базовым активом находящимся в юридической среде выступает договор хранения (доверительного управления) или договор займа, права по которому распределяются между всеми держателями выпуска инструмента». Под эти договора выпускаются «инструменты» – например, **бонны**, которые размещаются на аукционе и затем торгуются трейдерами между собой. По сути, это - суррогаты долговых эмиссионных ценных бумаг, выпускаемых без всякой государственной регистрации и без должного раскрытия информации об эмитенте.<sup>498</sup> Или, например, торгуются акции (в форме депози-

---

<sup>498</sup> «Бона заемная – удостоверяет отношение Займа в объеме номинала с обозначенным сроком погашения, а также совокупность прав на Обеспечение Займа в объеме, приходящемся на одну бону данного выпуска. Покупка бон на Аукционе по их размещению – заключение договоров Займа с лицом, производящим размещение выпуска бон (Заемщиком). Продажа бон на вторичных торгах – уступка прав требования по договору Займа (включая права на Обеспечение), удостоверяемых бонами. Погашение бон платежными средствами – возврат займа. Погашение заемных бон передачей имущества – заключение соглашения об отступном». ([www.indx.ru](http://www.indx.ru)).

## Продолжение приложения 20

тарных расписок, которые внутри России являются пока документами с неясной юридической сущностью)

-объявляется о том, что **обеспечением** данных ценных бумаг является имущество, которым «распоряжается» ОАО «Гарантийное агентство», выступающая одновременно в качестве управляющей компании торговой системы. Через указанную систему осуществляются на массовой основе «займы», «прием вкладов», ведение счетов и денежные расчеты, т.е. банковские операции без лицензии кредитной организации и без раскрытия в Интернете информации, в том числе о финансовых рисках, о финансовом состоянии, об учредителях и т.п. «Гарантийного агентства»

-**местом проведения торгов, учета и хранения прав** на инструмент “является публичная сеть **Интернет**” (п. 6.4, 9.3 правил)

-круглосуточная торговля

-размер ответственности управляющей компании (“Гарантийное агентство”) не может превышать величины денежных средств, переданных розничными инвесторами в систему (п. 5.6. Соглашения об использовании Торгово - информационной системы биржи ИНДЕКС). Соответственно, как только эти средства будут вложены в «активы» (займы, например), ответственность за возврат средств со стороны управляющей компании прекращается. «Гарантийное агентство» лишь свидетельствует факт заключения сделки в публичной сети Интернет. Таким образом, управляющая компания принимает на хранение обеспечение займа и не несет финансовой ответственности за его оценку и взыскание обеспечения при невозврате долга (так это следует из информации сайта).

-**расчеты** осуществляются через интернет - платежную систему (International Metal Trading Bank (ИМТВ) (иные сведения о нем на сайте отсутствуют)– который при дальнейшем анализе, по оценке, оказывается International Media Bank, находящимся в Республике Черногория (Югославия), в г.Подгорице (предлагается открыть в нем счета), вводится собственная расчетная единица, приравненная одному доллару, предлагается в зале бывшей Российской биржи вносить деньги (проект в неявной форме декларирует связь с бывшей Российской биржей). В итоге, проект, по оценке, пронизан нарушениями валютного и денежного законодательства

-создан де-факто **интернет- инвестиционный фонд** ([www.finfund.ru](http://www.finfund.ru)), при том, что на сайте отсутствует информация о лицензии у управляющей компании («Гарантийное агентство») и о государственной регистрации инвестиционного фонда

-проект разработан юридически таким образом, чтобы **исключить возможности надзора государства** за торговой системой и финансовыми институтами, которые ее формируют, а также необходимость лицензирования, госу-

дарственной регистрации финансовых инструментов, раскрытия информации, создания устойчивой финансовой базы расчетной системы рынка при том, чтобы переложить максимум рисков на самих клиентов (в схеме «биржи» розничные клиенты – заемщики и кредиторы - заключают сделки между собой, а управляющая компания только удостоверяет сделки и хранит обеспечение).

Можно предположить, что беспрецедентное сочетание финансовых рисков клиентов, ограниченной ответственности со стороны управляющей компании, закрытости информации, юридических рисков, предполагаемых нарушений законодательства делает клиентов по существу бесправными при первых серьезных финансовых затруднениях у менеджмента и заемщиков.

**Интернет – фондовая биржа SG (Stock Generation).** Создана в Интернете ([www.sg.nm.ru](http://www.sg.nm.ru)) компанией S.G.Limited (право на ведение интернет-лотерей, выданное в Доминиканской республике, не работает (август 2000 г.) в связи с судебным разбирательством с Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США). Основные характеристики:

-ведение расчетов и торгов на русском языке, все платежи и расчеты – в долларах США, разрешение споров – по доминиканскому законодательству, ни сама Компания, ни какие-либо связанные лица не несут никакой ответственности, прямой или косвенной, за легальность участия Игрока в Игре (как это указано в правилах);

-объявлена «игрой» в виртуальном мире (13 виртуальных несуществующих компаний, виртуальные акции, при этом одна из компаний – с привилегированными акциями и гарантированной доходностью в 215% годовых);<sup>499</sup>

-в торгах может участвовать любое физическое (старше 18 лет) лицо, открывшее счет в торговой системе, ведение торгов- круглосуточно;

-цены на акции, очередность событий устанавливаются руководством компании SG произвольно, по своему усмотрению<sup>500</sup>, любые решения, принятые компанией SG и касающиеся любых аспектов игры, являются окончательными, не подлежащими обсуждению и обязательными к исполнению в полном объеме (параграф 18 Правил); алгоритм изменения цен – произволен;

-перевод денег (в долларах США) осуществляется через 3 корреспондентских банка, расположенных в Москве (либо через интернет-платежную систему, с зачислением денег в рублях через Сбергательный банк).

---

<sup>499</sup> «..Нынешний кризис уже продемонстрировал всем истинную цену и биржевым "правилам", и биржевым "гарантиям" более чем наглядно. А заодно и реальную защищенность всего мирового финансового рынка в целом. Ничего подобного нет и быть не может на виртуальной фондовой бирже SG. Ведь SG абсолютно не зависит ни от политических, ни от мировых финансовых катаклизмов. Это пусть в реальном мире бушуют какие угодно кризисы. В виртуальном мире виртуальных фирм SG все всегда стабильно и спокойно. Тут никогда не бывает ни потрясений, ни катастроф. Виртуальные фирмы, занимающиеся виртуальной деятельностью, не могут разориться. Их виртуальные управляющие не могут оказаться замешанными ни в каких финансовых скандалах. Им вполне можно доверять. SG - это настоящий островок финансовой стабильности в нашем нестабильном мире». (Материал «Идеология SG», размещенный на сайте [www.sg.nm.ru](http://www.sg.nm.ru)).

<sup>500</sup> «Мы ведь, заметьте, никаких обещаний никому не давали. Так зачем же нам исчезать? Деньги? Так ведь мы их и так можем в любой момент получить. Причем на абсолютно законных основаниях и ни от кого никуда не убегая. Как? Да очень просто: опустив цены акций. Ведь по Правилам игры мы можем сделать это в любой момент». (Материал «Идеология SG», размещенный на сайте [www.sg.nm.ru](http://www.sg.nm.ru)).

## *Продолжение приложения 20*

В рассматриваемом случае российским инвесторам – физическим лицам, в нарушение правил валютного регулирования, предлагается играть на “виртуальной бирже” в “виртуальные акции” несуществующих компаний, размещая в них полноценные денежные средства, при этом динамика акций и любые иные ситуации на рынке полностью определяются руководством “биржи” (заранее запрограммированный проигрыш, острейший конфликт интересов). Полное отсутствие надзора, беспрецедентно высокие финансовые риски и конфликты интересов, выпуск незарегистрированных суррогатов ценных бумаг, отсутствие раскрытия информации, физическая невозможность проводить юридические действия (все споры решаются по доминиканскому законодательству) и, как следствие, высокая способность к нарушению прав инвесторов (проработав более двух лет, “биржа” в настоящее время прекратила торги, воспользовавшись ссылкой на судебный процесс с Комиссией по ценным бумагам и фондовым биржам США).

**Приложение 21**

**Российская и зарубежная практика налогового стимулирования инвесторов в акции**

Методы стимулирования инвестиций в акции	Страны, в которых применяются	Российская практика
1	2	3
<b>Юридические лица- резиденты</b>		
Полное, безусловное освобождение дивидендов, полученных от других лиц- резидентов от налога на прибыль*	<b>Индустриальные страны</b> - Австралия, Австрия, Великобритания, Норвегия <b>Формирующиеся рынки</b> - Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Гонконг, Греция, Индия, Индонезия, Мексика, Чили, ЮАР	Не используется
По дивидендам, полученным от резидентов, - освобождение дивидендов от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и не менее установленного периода времени*	<b>Индустриальные страны</b> - Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария, Швеция, Япония Португалия - освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия <b>Формирующиеся рынки</b> - Тайвань, Польша- освобождение от рассматриваемого налога при условии, если дивиденды реинвестируются в развитие предприятия	Не используется
-Пониженные ставки налога на прибыль при обложении дивидендов (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке) -Включение в налогооблагаемую прибыль только части (в установленной доле) дивидендов -Предоставление налоговых кредитов по налогам на прибыль, выплачиваемых с дивидендов	<b>Индустриальные страны</b> - Бельгия, Ирландия, Италия, Финляндия	Сниженная ставка налогообложения дивидендов - 15%. Другие методы снижения налогообложения дивидендов не используются
Полное, безусловное освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от налога на прибыль	<b>-Индустриальные страны</b> - Бельгия <b>-Формирующиеся рынки</b> - Малайзия, Мексика, Панама, Сингапур, Тайвань	Не используется
Освобождение положительных курсовых разниц от налога на прибыль при условии, что налогоплательщик владел не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени	<b>Индустриальные страны</b> - Австрия, Дания, Люксембург, Нидерланды, Швейцария <b>Формирующиеся рынки</b> - Гонконг, Панама, Южная Африка. Панама- только по акциям, которые прошли листинг, ЮАР - при условии, если суммы от продажи акций останутся в обороте предприятия	Не используется
Пониженные ставки налога на прибыль при обложении положительных курсовых разниц (или замена налога на прибыль иным налогом по пониженной ставке)	<b>Индустриальные страны</b> - Канада, Франция (раздельное налогообложение по краткосрочным и долгосрочным инвестициям), Испания <b>Формирующиеся рынки</b> - Бразилия, Венесуэла, Греция, Индия, Индонезия (по акциям, имеющим листинг на бирже)	Не используется
Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение прибыли (или положительных курсовых разниц) при налогообложении  Возможности переноса отрицательных разниц на несколько лет вперед для целей зачета при налогообложении, если их разрешено вычитать только из прибыли, полученной от положительных курсовых разниц	<b>Индустриальные страны</b> - Австралия, Австрия, Дания, Италия (перенос отрицательных разниц на несколько лет вперед), Франция <b>Формирующиеся рынки</b> - Аргентина	Используется
<b>Юридические лица- нерезиденты</b>		
-Освобождение дивидендов, полученных от резидентов, от налога на прибыль -Сниженные ставки налогообложения дивидендов, полученных от резидентов, по налогу на прибыль	Аргентина, Гонконг  Франция (если дивиденды реинвестируются в экономику Франции)	Не используется
Освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от налога на прибыль  Сниженные ставки налогообложения положительных курсовых разниц по ценным бумагам	Аргентина, Австрия (если нерезиденту принадлежит не менее 10% акционерного капитала в течение 5 лет), Гонконг Греция, Индия (если нерезиденту принадлежали акции в течение не менее 3 лет)	Не используется

--	--	--



**Продолжение приложения 21**

1	2	3
<b>Физические лица- резиденты</b>		
Полное безусловное освобождение дивидендов, полученных от юридических лиц, от подоходного налога	<b>Формирующиеся рынки:</b> Аргентина (только по дивидендам, полученным от резидентов), Бразилия, Венесуэла, Мексика	Не используется
Пониженные ставки подоходного налога при обложении дивидендов (или замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке)  Предоставление налоговых кредитов по подоходному налогу, выплачиваемому с дивидендов	<b>Индустриальные страны:</b> Дания, Норвегия, Швеция <b>Формирующиеся рынки:</b> Панама, Польша, Южно-Африканская Республика  Канада, Тайвань	Не используется. Наоборот, ставка обложения дивидендов повышена (30% вместо обычных 13%)
Полное, безусловное освобождение положительных курсовых разниц по ценным бумагам от подоходного налога	<b>Индустриальные страны:</b> Швейцария <b>Формирующиеся рынки:</b> Китай, Малайзия, Сингапур	Не используется (кроме Москвы в 1999 – 2000 гг.)
Полное освобождение положительных курсовых разниц от подоходного налога при определенных условиях	<b>Индустриальные страны:</b> Нидерланды (если акции продаются в качестве портфельных инвестиций и сделки с ними не относятся к продаже бизнеса) <b>Формирующиеся рынки:</b> Греция (если акции имеют листинг на бирже), Панама (по акциям, имеющим листинг), Турция (в пределах денежного лимита), ЮАР (если продаются долгосрочные инвестиции и операция носит капитальный характер)	Не используется
Пониженные ставки подоходного налога при обложении положительных курсовых разниц (или замена подоходного налога иным налогом по пониженной ставке)	<b>Индустриальные страны:</b> Германия, Португалия, Швеция, Япония, Канада (в том числе дополнительное стимулирование вложений в акции малого бизнеса) <b>Формирующиеся рынки:</b> Бразилия	Не используется
-Пониженные ставки подоходного налога при условии, что налогоплательщик владеет не менее определенной доли или суммы капитала эмитента и (или) не менее установленного периода времени -Пониженные (при соблюдении определенных условий) ставки подоходного налога при обложении положительных курсовых разниц	<b>Индустриальные страны:</b> Австрия  Греция (если акции не имеют листинга на бирже), Нидерланды (если акции продаются не в качестве портфельных инвестиций, а в качестве продажи бизнеса)	Не используются
Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение доходов (или положительных курсовых разниц) при обложении подоходным налогом	Канада, Швеция	Используется
-Исключение из налогооблагаемой базы по подоходному налогу сумм инвестиций (или доходов от продажи) в определенные (желательные) акции и доли паевых фондов при их первичном размещении -Исключение из налогооблагаемой базы доходов от продажи акций, если они находились в собственности свыше определенного срока	<b>Формирующиеся рынки:</b> Индия, Мексика, Чили  Чехия	Не используются
Налоговые льготы физическим лицам под специальные инвестиционные планы	Великобритания	Не используются
-Введение “акций, дающих налоговые преимущества”, предназначенных для выпуска в приоритетных для государства целях (Бельгия) -Вычет из дивидендов процентов по кредиту, взятому для приобретения акций	Бельгия  Япония	Не используются

\* Имеется в виду, что инвестиции носят не краткосрочный спекулятивный характер, а близки по характеру к прямым инвестициям или являются ими, что позволяет рассматривать дивиденды как результат значительных управленческих усилий и финансовых усилий лица, получающего дивиденды, исключать «двойное налогообложение» предприятий (материнской и дочерней компаний), являющихся по существу единым промышленным комплексом.

**Методы стимулирования вложений менеджеров и работников в акции своих предприятий**

**Планы компенсации работников акциями – опыт США.** Методы стимулирования, рассматриваемые в настоящем приложении, полностью охватываются понятием «equity compensation plan»- план компенсации работников акциями, что, в свою, очередь, включает множество разновидностей компенсационных планов, приведенных ниже в *таблице*.

Компенсационные планы, ориентированные на менеджмент		Компенсационные планы, ориентированные на трудовой коллектив	
<p><b>stock bonus plan</b>- компенсационный план, в соответствии с которым менеджмент компании получает акции в собственность в случае, если компанией или лично менеджером будут достигнуты определенные результаты. Повышение курсов акций в результате качественного управления компанией обеспечит постоянный прирост личного имущества менеджера, находящегося в форме акций компании, в которой он работает</p>	<p><b>stock option plan</b>- компенсационный план, в соответствии с которым менеджмент компании получает в качестве вознаграждения опцион на покупку акций данной компании по заранее фиксированной цене. Если в результате деятельности менеджмента рыночные цены на акции превысят цены, зафиксированные в опционе, то менеджер, реализовав свое опционное право и затем продав акции на свободном рынке, получит прибыль</p>	<p><b>Employee Stock Purchase Plans</b>- план формирования собственности персонала на акции компании, в соответствии с которым работники получают опционы на покупку акций компании (в литературе тоже рассматриваются как stock option plan). Платежи осуществляются на основе вычетов из заработной платы. Цены, по которым реализуются акции, до 15% ниже их текущей рыночной стоимости. Объектом схемы обычно являются обыкновенные акции, при этом работники должны пользоваться равными правами и привилегиями, но распределение акций может производиться в соответствии с суммой получаемых в компании доходов. Обычно данный план используется в открытых акционерных обществах. Работники, приобретающие акции, пользуются в практике США налоговыми льготами.</p>	<p><b>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</b>- план формирования собственности персонала на акции компании, на основе создания внутрифирменного финансового фонда на эти цели. В практике США рассматривается как один из видов плана пенсионного обеспечения персонала, учреждаемого внутри компании и дающего льготы по налогообложению. Компания- работодатель осуществляет ежегодные взносы в ESOP, средства которого (включая также ссуды, полученные ESOP) вкладываются в акции компании- работодателя. Выплаты, которые получает работник при уходе от дел, зависят от величины средств, привлеченных ESOP, и позитивной или негативной динамики цен акций компании- работодателя. Льготы по налогообложению имеют компания- работодатель (на суммы взносов в ESOP), собственники акций, продающие их в ESOP (на суммы прибыли от прироста капитала) и работники компании, приобретающие ее акции через ESOP</p>
		<p><b>401(k) plan</b>- план 401 (к). Формируется за счет части заработной платы, которую работникам разрешено до начисления налогов направлять в данный план (сберегать с тем, чтобы компания-работодатель управляла данными средствами). На ежегодные суммы отчислений от заработной платы правительством устанавливаются лимиты (например, не больше 10 тыс. долл. в год на одного работника). При этом компания –работодатель может делать свои собственные отчисления в план 401 (к), размер которых увязан с отчислениями работников. Законодательством разрешено часть средств от плана 401(к) направлять на приобретение акций компании-работодателя.</p>	

\*Часть указанных планов компенсации акциями (ESOP, 401 (k) plan) в соответствии с законодательством США рассматриваются как **пенсионные планы** (pension plans), создаваемые компаниями, и регулируются законодательством о пенсионных планах. Более точно, в отличие от так называемых defined benefit pension plan (пенсионных планов с заранее установленным вознаграждением, в соответствии с которыми и в соответствии с расчетными формулами, заложенными в них, устанавливаются фиксированные размеры выплат работникам по наступлении пенсионного возраста), планы компенсации акциями относятся к разновидности пенсионных планов, называемой defined contribution pension plan (пенсионные планы с заранее установленными взносами компании в пенсионный план). В последнем случае, конечные выплаты работникам зависят от того, как будут управляться и инвестироваться средства, вложенные в пенсионный план. Если средства плана будут вкладываться, например, в акции компании-работодателя, то конечные выплаты работникам будут зависеть от динамики стоимости этих акций на рынке и величины дивидендов (в конечном счете, от финансового состояния компании).



*Общие черты* указанных планов:

- **поощряются** государством как способ диверсификации собственности, привлечения новых капиталов, поощрения труда
- **учреждаются** компаниями на добровольной основе для своих сотрудников и менеджеров
- **форма вознаграждения**- акции самой компании, дивиденды и прибыль от роста стоимости акций
- **назначение**- стимулирование труда, получение новых финансовых средств на более дешевой (за счет налоговых льгот) основе, повышение ликвидности акций (более подробно задачи и ситуации, в которых компании создают планы компенсации работников акциями, будут рассмотрены ниже)
- жестко **регулируются** законодательством, все стороны, участвующие в планах, пользуются налоговыми льготами
- **создаются** и поддерживаются за счет средств компании-работодателя

**Круг лиц, которые участвуют в компенсационных планах.** Компенсационные планы, ориентированные на менеджмент, - используются не только для нескольких высших должностных лиц, но и всё в большей степени для поощрения менеджеров среднего звена.

Вместе с тем опционы всё более широко используются для поощрения специалистов, не являющихся менеджерами (с этой точки зрения, классификация приведенная выше в схеме классификация опционных планов, как ориентированных на менеджмент, является неточной).

**Компенсационные планы, ориентированные на трудовой коллектив,** используются для поощрения каждого работника, для создания у персонала чувства команды, для формирования отношения к делам компании- работодателя в качестве собственников.

**Задачи,** которые преследуются *при организации компенсационных планов* отражены в *схеме 1.*

## Продолжение приложения 22

### Схема 1

Стимулирование качественного труда персонала и лучших результатов в работе	Формирование у персонала чувства команды (команды «собственников» своего дела, своей компании). Создание долгосрочных, связанных с компанией ориентиров у работников (долгосрочный интерес к рабочему месту, обеспечение долгосрочного успеха компании). Создание у персонала мотивации «думать и работать как собственники компании»	Диверсификация источников пенсионного обеспечения работников, развитие частных систем пенсионного обеспечения (часть компенсационных планов законодательством рассматривается как пенсионные планы)
Создание зависимости размеров имущества и благосостояния работников от конечных финансовых результатов работы компании, от величины прироста ее рыночной стоимости	Увеличение и диверсификация форм оплаты труда в сравнении с конкурентами при сохранении равных с ними финансовых результатов за счет налоговых льгот	Экономия на денежных издержках по оплате труда (в том числе за счет выплаты вознаграждений акциями, за счет налоговых льгот)
Создание специальных пакетов выплат и вознаграждений в различных формах для ключевых работников, обеспечивающих успех фирмы (в том числе с тем, чтобы их удержать от перехода в другие компании)	Ослабление давления профсоюзных организаций и трудовых коллективов, направленное на увеличение социальных выплат (в том числе сверх возможных пределов), организация конструктивной работы с профсоюзами, в которой увеличение оплаты труда (в форме акций) и доли коллектива в акционерном капитале ставится в зависимость от результатов работы компании, прекращение конфликта собственников компании с профсоюзами на основе выкупа компании персоналом	Защита рабочих мест (компания, собственниками которой являются ее работники) будет более обдуманно сокращать рабочие места

### Специальные ситуации

Форма выплаты в венчурных проектах, в компаниях, которые находятся в самом начале своей деятельности, при нехватке денежных средств на выплату вознаграждений и с тем, чтобы стимулировать более энергичную работу специалистов, благосостояние которых (в акциях) зависит от того, приобретет ли новая компания, в конечном итоге, значительную рыночную стоимость	Рост акционерного капитала (прежде всего, в компаниях, которые находятся в начале своей деятельности или в стадии возникающего роста), получение дополнительных финансовых ресурсов за счет продажи акций персоналу по льготным ценам, при получении специальных налоговых льгот (с использованием выручки от продаж на любые цели, связанные с развитием и реструктурированием компании). В итоге, финансирование развития компании за счет прибыли, исключаемой из налогообложения, с одновременным ростом доли собственности работников в акционерном капитале	Выкуп компании персоналом (например, для сохранения компаний малого и среднего размера и, соответственно, рабочих мест при уходе от дел основного собственника). Считается, что это наиболее распространенное применение ESOP
Реструктурирование компании	Покупка-продажа компаний, которые являются закрытыми акционерными обществами, создание на них инвестиционного спроса, преодоление неликвидности акций этих компаний, с получением собственниками на эти цели специальных налоговых льгот.	Учреждение ESOP используется в качестве защитного средства от захвата компании (поглощения, присоединения, выкупа пакета акций конкурентами или иными нежелательными новыми акционерами и т.д.)

## Продолжение приложения 22

### Организация компенсационных планов

**Регулярность и серийность компенсационных планов.** План может иметь регулярный характер (бонусы, выплачиваемые с заранее известной персоналу периодичностью, серии опционов), что дает возможность персоналу оценивать заранее прирост своих личных доходов, удерживает ключевых специалистов от перехода на работу в другие компании, создает долгосрочный характер отношений с персоналом.

**Ценовые условия.** Практикуется а) передача акций в дар (бесплатно, без оплаты); б) продажа по номинальной стоимости; в) продажа со скидкой от номинальной стоимости; г) продажа акций на срок (опцион) по текущей рыночной стоимости с тем, что, если в результате деятельности менеджеров рыночная стоимость компании повысится, то будущая рыночная цена акций превзойдет текущую цену.

**Формы организации.** Существуют так называемые прямые планы (direct stock plan), в соответствии с которыми акции передаются непосредственно в собственность работников, а также косвенные планы (indirect stock plan)- акции не передаются непосредственно в собственность работников, в их интересах как выгодоприобретателей создается траст, объектом которого являются акции

**Участники планов.** Как уже указывалось, компенсационные планы, ориентированные на менеджмент, всё в большей степени используются для поощрения более широкого круга работников компании (например, ключевых специалистов или даже работников низшего и среднего звена).

### **Практика создания международных финансовых центров**

**Стамбульская фондовая биржа.** По инициативе и на основе Стамбульской фондовой биржи в 1995 г. **основана Федерация Европейско-Азиатских фондовых бирж** (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges), членами которой являются фондовые биржи из Азербайджана, Армении, Болгарии, Казахстана, Киргизии, Молдовы, Монголии, Узбекистана, Украины и др. Цель Федерации - создание интегрированного рынка ценных бумаг, на основе единой торговой платформы, с перекрестным членством и листингом, с льготным налоговым режимом. Штаб-квартира Федерации – на Стамбульской фондовой бирже, внутри **свободной от налогов зоны торговли международными ценными бумагами** (International Securities Free Trade Zone), в которой также создан **Международный рынок Стамбульской фондовой биржи** (Istanbul Stock Exchange International Market) как будущий центральный рынок региона.<sup>501</sup>

Все операции внутри Международного рынка освобождены от любых налогов, взимаемых в Турции (в том числе полностью отменено налогообложение дивидендов, процентов и прибыли от роста курсовой стоимости). Движение капиталов и репатриация прибылей на указанном рынке свободны от ограничений. Начато насыщение международного рынка ценными бумагами, выпущенными в СНГ, например, депозитарными расписками Казкоммерцбанка (Казахстан).

Международный рынок Стамбульской фондовой биржи имеет два сегмента: акции (депозитарные расписки) и облигации, номинированные в твердой валюте. Все операции ведутся в долларах США, евро, в иенах и т.п. Листинговые требования к иностранным акциям рассчитаны на небольшие компании стран СНГ и Восточной Европы.<sup>502</sup> Листинговые требования ясно показывают, что (хотя об этом официально не объявляется) Международный рынок Стамбульской фондовой биржи предназначен, прежде всего, для концентрации на нем ценных бумаг региона стран СНГ, Центральной и Восточной Европы.

### **Центры международных финансов в Канаде (на примере Ванкувера).**

В конце 80-х годов правительство Канады определило **Ванкувер** и **Монреаль** в качестве «центров международных финансов». С этой целью были изданы International Financial Business Act of 1988, International Financial Business (Tax Refund) Act of 1990 и др. В качестве целей были определены «успешная конкуренция с другими юрисдикциями» и «централизация международной финансовой активности в условиях благоприятного налогового окружения».<sup>503</sup>

<sup>501</sup> Нормы, регулирующие International Securities Free Trade Zone и Istanbul Stock Exchange International Market, опубликованы в: Turkish Official Gazette №22353, 1995, July 24; №22666, 1996, June 14.

<sup>502</sup> Листинговые требования по основному рынку: а) не менее 3 лет деятельности, б) в течение 3 последовательных лет прибыли до налогообложения должны быть не меньше 1 млн. долл. ежегодно (при общей сумме прибылей за период не меньше 6 млн. долл.), в) выплаченный капитал должен составлять не менее 2 млн. долл., г) по меньшей мере 15% выплаченного капитала должны держаться не менее чем 500 акционерами, д) суммарные активы компании должны быть не меньше 10 млн. долл., е) соответствие принятым стандартам учета, ж) отсутствие в уставных документах позиций, ограничивающих обращение акций, з) отсутствие нарушений законодательства, относящихся к деятельности эмитента, со стороны ключевых акционеров и менеджеров. Листинговые требования, относящиеся к параллельному рынку как сегменту Istanbul Stock Exchange International Market, в существенной мере облегчены.

<sup>503</sup> Раскрыто на сервере IFCVancouver в Интернете [www.ifcvancouver.com/ifc-idpr.html](http://www.ifcvancouver.com/ifc-idpr.html).



## *Продолжение приложения 23*

**Центр международных финансов (International Finance Centre)** учрежден в **Ванкувере** в форме **неприбыльной корпорации**, финансируемой региональным правительством и деловым сообществом. Чтобы получить налоговые льготы, нужно стать ее членом (в 2000 г. более 40 финансовых институтов).

Членами IFC могут быть только финансовые институты, в том числе брокеры - дилеры, находящиеся или представленные в Ванкувере, на которых могут быть распространены налоговые льготы. Налоговые льготы (снижение корпоративного налога на прибыль) применяются только по операциям с нерезидентами. Физические лица, постоянно работающие в организациях – членах International Finance Center и занятые исключительно международной финансовой деятельностью, получают льготы по подоходному налогу.

На фондовом рынке членами International Finance Centre могут стать брокерско-дилерские компании, трастовые компании, компании- управляющие инвестиционными фондами, инвестиционные консультанты. Льготы распространяются как на операции с резидентами за собственный счет, так и на комиссионные сделки в отношении финансовых инструментов, признаваемых ценными бумагами (включая коммерческие бумаги), а также на иную деятельность (например, инвестиционное консультирование нерезидентов). Сделки, заключаемые на биржах Канады, формируют право на налоговые льготы в том случае, если они соответствуют понятию “international financial business” (по меньшей мере одной из сторон сделки выступает нерезидент).

**Международный центр финансовых услуг – International Financial Services Centre** (Дублин, Ирландия) (более 400 крупных финансовых институтов, значительная часть которых является нерезидентами). Компаниям, зарегистрированным в Международном центре финансовых услуг, предоставляются налоговые льготы по ряду финансовых операций, прежде всего, по торговле ценными бумагами и управлению инвестиционными фондами. В частности, по указанным операциям налог на корпоративную прибыль установлен на уровне 10% (при ставке налога на прибыль в Ирландии 32%).

**Области изменений в законодательстве для реализации приоритетов развития рынка ценных бумаг**

Законодательство, нуждающееся в корректировке	Новации в механизме функционирования фондового рынка и связанных с ним сферах
Законы о рынке ценных бумаг и защите прав инвесторов	Коммерциализация фондовых бирж, диверсификация их видов деятельности; введение альтернативных торговых систем; реструктурирование системы регулирования рынка ценных бумаг; усиление макроэкономических аспектов в деятельности ФКЦБ России; создание новых классов ценных бумаг (государственные инвестиционные облигации, коммерческие бумаги); изменение концепции защиты прав инвесторов
Подзаконные акты, регулирующие деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг	Реструктурирование отрасли ценных бумаг, включая брокерско-дилерские компании и фондовые биржи; изменение политики допуска корпоративных ценных бумаг к обращению на иностранных рынках; осуществление программы снижения регулятивных издержек эмитентов и других участников рынка; создание системы надзора за финансовым состоянием брокеров – дилеров; разработка новых финансовых технологий (первичный рынок, тендерные предложения, управление рисками, разрешенные виды манипулирования, интернет-рынки, система мер по обеспечению честного и справедливого механизма ценообразования и др.)
Законы о деятельности институциональных инвесторов Законы, регулирующие банковскую деятельность	Создание новых классов институциональных инвесторов (внутрикорпоративные инвестиционные и пенсионные планы, планы участия работников в собственности); введение минимальных нормативов инвестиций банков и институциональных инвесторов в корпоративные ценные бумаги
Акционерное законодательство, антимонопольное законодательство	Введение обязательной котировки акций на биржах крупными предприятиями, обязательного совершения сделок с блоками через организаторов торговли; создание системы защиты прав крупных и средних акционеров
Налоговое законодательство	Создание основанной на международной практике системы налогового стимулирования инвестиций в корпоративные ценные бумаги и поощрения диверсификации собственности.
Валютное законодательство, законодательство о СНГ, модельное законодательство о рынке ценных бумаг и система соглашений, заключенных в рамках СНГ и др.	Либерализация счета капиталов для допуска иностранных инвесторов к операциям с рублевыми активами наряду с созданием системы рыночного контроля за выводом денег с рынка. Формирование международного сегмента рынка ценных бумаг внутри страны; создание “международных финансовых центров” для нерезидентов; введение “единого паспорта” на фондовых рынках СНГ и осуществление системы мер по их интеграции
Бюджетное законодательство, основные направления, программы, концепции действия финансовых регуляторов	Макрофинансовая политика стимулирования экономического роста и поощрения развития финансового рынка (рост монетизации, снижение доли государства во внутреннем кредите, обеспечение устойчиво низкого налогового бремени, налоговая амнистия, амнистия за вывоз капиталов, рост доли инвестиций в бюджете, рефинансирование центральным банком кредитов, предоставляемых коммерческими банками экономике, программа вывода эмитентов на рынок ценных бумаг и т.п.)

## *Литература*

Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. – М.: Издательство БЕК, 1994. – 349 с.

Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг и организация работ на нем. – М.: Перспектива, 1991. – 134 с.

Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива. 1992. – 208 с.

Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 159 с.

Атлас М.С. Кредитная реформа в СССР. - М.:Госфиниздат, 1952. - 228 с.

Атлас М.С. Развитие Государственного банка СССР. – М.: Госфиниздат, 1958. – 384 с.

Банковая энциклопедия. Том II. Биржа / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. – Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии. – 1913.- 412 с.

Банковская система России: Настольная книга банкира: Коммерческие банки на фондовом рынке /Авт. кол.: Л.И.Абалкин, Г.А.Аболихина, М.Г.Адибеков, Л.Д.Андросова и др.; Ред.кол.:А.Г.Грязнова и др.- М.: ДеКа, 1995.- 110 с.

Банковская система России:Настольная книга банкира. В 3 кн. /Авт. кол.: Л.И.Абалкин, Г.А.Аболихина, М.Г.Адибеков, Л.Д.Андросова и др.; Ред. кол.: А.Г.Грязнова и др.- М.: ДеКа, 1995.- 768 с.

Бард В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики. – М.:Экзамен, 2000. – 383 с.

Бергер Ф. Что Вам надо знать об анализе акций: Пер. с нем.- М.:Интерэксперт,Финстатинформ, 1998.- 207 с.

Бергер Ф., Беер Р. Без страха перед "черной пятницей": Что делать при понижении биржевых курсов?:Пер. с нем.- М.: Интерэксперт: Финстатинформ,1998.- 272 с.

Беренс Вернер, Хавранек Пиер М. Руководство по оценке инвестиций. – М.: Инфра-М, Интерэксперт, 1995. – 527 с.

Берзон Н.И., Ковалев А.П. Акционерное общество: Капитал, правовая база, управление: Практическое пособие для экономистов и менеджеров.- М.: Финстатинформ, 1995.- 159 с.

Биржевое законодательство (сборник постановлений).- М.: Всесоюзный Совет Съездов Биржевой Торговли, 1925.- 437 с.

Блази Д.Р., Круз Д.Л. Новые собственники: Наемные работники - массовые собственники акционерных компаний: Пер. с англ. /При участии Д.Паниной, Е.Грачевой.- М.: Дело Лтд., 1995.- 320 с.

Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент.- Киев: МП "ИТЕМ"ЛТД, 1995.- 448 с.

Блюм А.А. История кредитных учреждений и современное состояние кредитной системы в СССР. – М.: Госфиниздат, 1929. – 233 с.

Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. – М.: Госфиниздат, 1948. – 671 с.

Буренин А.Н. Рынки производных финансовых инструментов.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 368 с.

Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учеб. пос.- М.: Научно-техническое общество имени академика С.И.Вавилова, 2002.- 351 с.

Бухвальд Б. Техника банковского дела. – М.: Изд-во Товарищества «Мир», 1914. – 627 с.

Вавилов А. П. Государственный долг: уроки кризиса и принципы управления. – М.: Институт финансово-исследований, Городец – издат, 2001. – 302 с.

В центре внимания - биржа: Руководство для частных инвесторов:Пер. с нем./П.Бестенбостель, А.Дункус, М.Гэртнер и др.- М.: Интерэксперт: Финстантинформ,1998.- 121 с.

Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В.Соколов.- М.: Финансы и статистика, 1996.- 800 с.

Васильев Г.А., Каменева Н.Г. Товарные биржи. - М.: Высшая школа,1991.- 111 с.

Вейсвейллер Р. Арбитраж: Возможности и техника операций на финансовых и товарных рынках: Пер. с англ.- М.: Церих-ПЭЛ, 1995.- 206 с.

Вексель и вексельное обращение в России: Практическая энциклопедия /А.В. Волохов, Б.А.Жалнинский, В.В.Ильин и др.; Сост.: А.Г. Морозов,Д.А.Равкин.- 4. изд.,перераб. и доп.- М.:Банковский Деловой Центр,1998.- 320 с.

Взаимосвязь макро- и микроэкономических процессов в переходной экономике России: Сб. науч. трудов /Финансовая академия при Правительстве РФ;

Редкол.: М.С. Атлас и др.- М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1997.- 198 с.

Владиславлев Д.Н. Конкуренция и монополия на фондовом рынке. – М.: Экзамен, 2001. – 255 с.

Воловик А.М., Семенков А.В. Три эпохи биржи в России. - М.: Финансы и статистика, 1993.- 93 с.

Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 400 с.

Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Учебное пособие: Пер. с англ.- М.: Джон Уайли энд Санз, 1995.- 466 с.

Гейст Чарлз Р. История Уолл-Стрит. – М.: Издательство «Квартет-Пресс», 2001. – 480 с.

Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. – Москва - Ленинград: Государственное социально – экономическое издательство, 1931. – 457 с.

Гиндин И.Ф. Банки и промышленность в России (до 1917 г.). - Москва - Ленинград: Промиздат, 1927. – 208 с.

Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки. – М.: Госфиниздат, 1948. – 454 с.

Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. /Академия народного хозяйства при Правительстве РФ.- М.: Дело, 1997.- 992 с.

Голанд Ю. Кризисы, разрушившие НЭП. Валютное регулирование в период НЭПа. – 2-е изд. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1998. – 154 с.

Голицын Ю.П. Фондовый рынок дореволюционной России. Очерки истории. – М.:ФИД «Деловой экспресс», 2001. – 280 с.

Граве А.К., Плесков А.А., Фрейдман З.М. Биржевое законодательство. – М.: Всесоюзный Совет Съездов Биржевой торговли, 1925. – 214 с.

Гудков Ф.А. Инвестиции в ценные бумаги: Руководство по работе с долговыми обязательствами для бухгалтеров и руководителей предприятий.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 160 с.

Гудков Ф.А., Макеев А.В. Вексель: Практическое пособие по применению (рекомендации предприятиям) /Сост. Д. А.Равкин.- М.: Банковский Деловой Центр, 1996.- 132 с.

Данилов Ю. А. Создание и развитие инвестиционного банка в России /Академия народного хозяйства при Правительстве РФ.- М.: Дело, 1998.- 352 с.

Демушкина Е.С. Вопросы гражданского права в теории и практике обращения безналичных ценных бумаг. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999 – 159 с.

Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 460 с.

Дёриг Ханс-Ульрих. Универсальный банк – банк будущего.- М.: Международные отношения. – 1999. – 383 с.

Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции: Пер. с фр.- 2-е изд.- М.: ЦЕРИХ-ПЭЛ, 1995.- 114 с.

Дьяченко В.П. История финансов СССР (1917-1950). – М.: Наука, 1978. – 492 с.

Единообразный торговый кодекс США: Официальный текст-1990: Пер. с англ. / Науч. ред. С.Н.Лебедев; Американский ин-т права и Национальная конференция уполномоченных по разработке единообразных законов штатов.- М.: Международный центр финансово-экономического развития, 1996.- 427 с.

Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебное пособие /Всесоюзный заочный финансово-экономический институт.- М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1995.- 224 с.

Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеева Е.В. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. – 2-е изд. – М.: Московская межбанковская валютная биржа, Союз юристов России, Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2002. – 80 с.

Захаров А.В. О концепции единого валютного пространства СНГ. – М.: Юстицинформ, 2002. – 143 с.

Землянухин Б.И. Современные финансовые рынки: Опыт Австралии (Financial markets of today. Australia's experience).- М.: Финансы и статистика, 1995.- 208 с.

Зомбарт В. Буржуа / Институт социологии РАН. – М.:Издательство «Наука», 1994. – 443 с.

Институты рынка ценных бумаг в России. 1997 г.: Справочник /Авт. кол.: Я.М.Миркин (ред.), Л.Н.Андрианова, А.Г.Кучинская.- М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. – 334 с.

Инфляция и антиинфляционные процессы в России / Под ред. проф. Л.Н.Красавиной. – М.:Финансы и статистика, 2000. - 252 с.

Каменева Н.Г. Организация биржевой торговли: Учебник для студ.вузов по экон спец.- М.: Банки и биржи: ЮНИТИ,1998.- 304 с.

Катасонов В.Ю. Бегство капитала из России. – М.: АНКЛ, 2002. – 199 с.

Классики кейнсианства: В 2-х т. Т.1. Харрод Р. К теории экономической динамики. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход. Ч. I – II. – М.: Экономика, 1997. – 416 с.

Косой А.М. Управление безналичным платежным оборотом. – М.: Финансы, 1978. – 192 с.

Кураков В.Л. Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации.- М.: Пресс-сервис,1998.- 288 с.

Лефевр Э. Воспоминания биржевого спекулянта. - М.: Олим-Бизнес, 1999 – 470 с.

Лаврушин О.И. Кредит в социалистическом обществе. – М.: Финансы, 1974. – 191 с.

Лаврушин О.И. Кредит как стоимостная категория социалистического производства. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 174 с.

Лаврушин О.И. Экономическая роль банковского процента. – М.: Финансы, 1977. – 68 с.

Маркс Карл. Капитал. Том третий. – М.: Издательство политической литературы, 1978.

Маршалл Альфред. Принципы экономической науки. Т.I - III. – М.: Издательская группа «Прогресс», «Универс», 1993.

Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ.: Учебник для студ. вузов по экон. спец. /Науч. ред. Г.А.Агасандян.- М.: ИНФРА-М: НФПК,1998.- 784 с.

Международные рынки капиталов в условиях глобальной конкуренции и перспективы инвестиций в Российской Федерации: Доклады и выступления на российско-германской конференции (21 мая 1998 г.)/Под общ. ред. А.Г.Грязновой; Финансовая академия при Правительстве РФ.-М.: ФА, 1998.- 154 с

Международный банковский конгресс: Состояние и проблемы развития рынка ценных бумаг в России (Санкт- Петербург 4-8 июня 1996 г.)- СПб.: Норинт, 1996.- 112 с.

Мелков А.Е. Кредит и денежный оборот. – М.: Финансы и статистика, 1983. – 79 с.

Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг: Курс лекций.- М.: Финансы и статистика, 1998.- 354 с.

Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. – М.:Инфра-М, 1996. – 415 с.



Миркин Я.М. Банковские операции. Ч.3.: Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков: Учебное пособие.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 144 с.

Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг // Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. – С.5-124

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ.- М.: Перспектива, 1995.- 536 с.

Миркин Я.М. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 9. – С.31-35.

Миркин Я.М. Будущие 10 лет: экономические циклы определяют динамику фондового рынка // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 3.- С. 47-49.

Миркин Я.М. Волатильность // Рынок ценных бумаг. - 2001.- № 6.- С. 32-35.

Миркин Я.М. ГКО на "американских горках" акций // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 17.-С. 30-33.

Миркин Я.М. Долговое измерение экономики // Рынок ценных бумаг. - 2001.- № 5.- С. 42-46.

Миркин Я.М. Защита внутреннего рынка акций // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 18.- С. 30-33.

Миркин Я.М. Институциональное и региональное измерения рынка // Рынок ценных бумаг. - 2001. - № 10.- С. 33-38.

Миркин Я.М. Как изменять технологическую инфраструктуру фондового рынка? // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 21.- С. 47-50.

Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 1. - С. 13-15.

Миркин Я.М. «Карточный домик» // Рынок ценных бумаг. –2000. - № 4. – С.22-24.

Миркин Я.М. Ключевые идеи развития фондового рынка // Финансовый бизнес. - 2000.- № 7.- С. 12-15.

Миркин Я.М. Кто профинансирует модернизацию // Эксперт. - 1999.- 6 сентября. - № 33. - 0.15 п.л.

Миркин Я.М. Множественность СРО // Рынок ценных бумаг. –2000. - № 13. – С.8-10.

- Миркин Я. М. Нефть и акции // Рынок ценных бумаг. –2000. - № 20. - С. 21-23.
- Миркин Я.М. Программа восстановления российского рынка ценных бумаг (Материалы Первого Всероссийского совещания по рынку ценных бумаг и срочному рынку (Москва, 22 декабря 1998 г.). –М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999. – 46 с.
- Миркин Я.М. Программа вывода предприятий на рынок ценных бумаг // Индикатор. –2000. - № 1. – С.7-8.
- Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. – 623 с.
- Миркин Я.М. Розничный спрос на ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. - 2000.- № 19.-С. 29-31.
- Миркин Я.М. Российский фондовый рынок: что дальше? // Рынок ценных бумаг. - 1996.- № 2.- С. 2-5.
- Миркин Я.М. Рыночная ниша российских акций // Рынок ценных бумаг. - 2001.- № 3.- С. 34-36.
- Миркин Я.М. Сверхконцентрация рыночного риска // Рынок ценных бумаг. - 2001.- № 2.- С.36-39.
- Миркин Я.М. Среднесрочная конъюнктура фондового рынка // Рынок ценных бумаг. - 2001.- № 8.- С. 98-102.
- Миркин Я.М. Стратегия восстановления и развития фондового рынка // Журнал для акционеров. - 2000.- N 8. - С. 14-20.
- Миркин Я.М. "Финансовая глубина" экономики и капитализация рынка акций // Рынок ценных бумаг.- 2000.- № 2.- С. 9-11.
- Миркин Я.М. Финансовая площадка "Россия" // Эксперт. - 2001.-2 апреля. - № 12. - С. 45.
- Миркин Я.М. Финансовая стабилизация и развитие финансовой инфраструктуры регионов // Банковские услуги. - 1997.- № 7-8.- С. 3-15.
- Миркин Я.М. Фондовый рынок: прогнозируя будущее // Известия. – 2002. – 21 февраля.
- Миркин Я.М. Четыре сценария нашего экономического будущего // Известия. - М., 1996.- 20 марта. - № 52.

Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. – М.: «Экзамен», 2000. – 768 с.

Мэнкью Н.Грегори. Принципы экономикс. - СПб.: Питер Ком, 1999. – 784 с.

Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: Теория и практика: Пер. с англ. /Науч. ред. И.Самотаев.- М.: Сокол, 1996.- 589 с.

Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. – Новосибирск: Издательство НГАЭиУ, 2000. – 222 с.

О'Брайен Дж., Шривастава С. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами: Пер. с англ. /Науч. ред. Н.С.Кукушкин; Общ.ред. М.Г.Клепиковой.- М.: Дело Лтд., 1995.- 208 с.

Общая теория денег и кредита / Под ред. Е.Ф.Жукова. – М.: ЮНИТИ, 2001. – 423 с.

Петражицкий Л.И. Акции и биржевая игра. – М.: Гермес, 1993. – 303 с.

Павлов С.В. Фондовая биржа и ее роль в экономике современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 127 с.

Петровичева Ю.В. Акционерное законодательство Англии и России: сравнительно – правовой анализ. – М.: Норма, 2002. – 232 с.

Платежный баланс и финансовая политика: Сб. статей. – М.: Институт финансовых исследований, 2001. – 143 с.

Поллард А.М., Пассейк Ж.Г., Эллис К.Х., Дейли Ж.П. Банковское право США. – М.: Прогресс, 1992. – 767 с.

Развитие и организация рынка ценных бумаг в России. – Франкфурт-на-Майне: Общество содействия развитию бирж и финансовых рынков в Средней и Восточной Европе, 1993. – 191 с.

Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – 80 с.

Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, 2002. –312 с.

Радыгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. –М.: Институт экономики переходного периода,1999. - 286 с.

Радыгин А., Энтов Р., Межероупс И. Проблемы правоприменения (информента) в сфере защиты прав акционеров. –М.: Институт экономики переходного периода, 2002. - 158 с.

- Региональный рынок ценных бумаг: особенности, проблемы и перспективы: Учебно-практическое пособие /Б.Н.Балакирев, Т.Бердникова, В.В.Гринева и др.; Под ред.Т.Б.Бердниковой.- М.: Финстатинформ, 1996.- 175 с.
- Рид Э., Коттер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки.- М.: Прогресс, 1983. – 501 с.
- Роде Э. Банки, биржи, валюты современного капитализма. – М.: Финансы и статистика, 1986. – 340 с.
- Розенберг Д.И. Комментарии к «Капиталу» Маркса. М.: Экономика, 1984. – 719 с.
- Россия - 2015: Оптимистический сценарий /Авт. кол.: Л.И.Абалкин, Э.Б.Алаев, А.И.Амосов и др.; Ред. кол.: Л.И.Абалкин, А.В.Захаров и др.- М.: Институт экономики РАН, Московская межбанковская валютная биржа, 1999.- 414 с.
- Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернанд Р., Баренбойм П., Борн Б. Основы государственного регулирования финансового рынка. – М.: Нью-Йоркская фондовая биржа, Московская межбанковская валютная биржа, Юридический дом «Юстицинформ», 2002. – 510 с.
- Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: Московское агентство ценных бумаг, Инфра-М, 1996. – 295 с.
- Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – 312 с.
- Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг:– М.: Экзамен, 2002. – 447 с.
- Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 456 с.
- Рынок ценных бумаг:Учебник для студ.эконом. специальностей и направлений вузов /Авт. кол.: В.А.Галанов, А.И.Басов, Р.А.Аношкин и др.; Под ред. В.А.Галанова, А.И.Басова; Российская экономическая академия им.Г.В.Плеханова.- М.: Финансы и статистика,1998.- 352 с.
- Рэй К.И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками: Пер. с англ. – (серия «Зарубежный экономический учебник»). – М.: Дело, 1999. – 600 с.
- Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. – М.: Инфра-М.: Перспектива, 1997. – 328 с.
- Семенкова Е.В. Ценные бумаги в системе финансовых потоков. – М.: Российская экономическая академия им. Г.В.Плеханова, 1998. – 76 с.

Сизов Ю.С. Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование (в соавт. с Галкиным И.В., Комовым А.В. и др.). – М.: Экономика, 1998. – 222 с.

Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. – М.: Планета, 1999. – 280 с.

Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. - М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ. – 1999.

Симановский А.Ю. Финансово-банковский сектор российской экономики: Вопросы формирования и функционирования /Отв. ред. Ю.Б.Рубин.- М.: Соминтэк, 1995.- 192 с.

Системные проблемы России. Путь в XXI век. Стратегические проблемы и перспективы российской экономики / Отделение экономики Российской академии наук. – М.: Экономика, 1999. – 793 с.

Сорос Джордж. Кризис мирового капитализма. – М.: Инфра-М, 1999. – 260 с.

Стенограмма советско – американского семинара «Фондовые биржи и их роль в функционировании финансовых рынков» : 8 – 10 октября 1990 г. / М.: Министерство финансов СССР, 1990. – 146 с.

Таранков В.И. Ценные бумаги Государства Российского. – Москва – Тольятти: Издательское предприятие «Интер – Волга», Автовазбанк, 1992. – 648 с.

Трахтенберг И.А. Денежные кризисы. – М.: Издательство Академии наук СССР, 1963. – 731 с.

Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. Курс: Производные ценные бумаги: Учебное пособие /Финансовая академия при Правительстве РФ.- М.: ФА, 1995.- 64 с.

Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999. – 202 с.

Фишер Пауль. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 510 с.

Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование /Авт.кол.: Ю.С.Сизов (рук.), И.В.Галкин., А.В.Комов и др.- М.: Экономика,1998. - 224 с

Фондовый рынок: Учеб. пос. для вузов экон. профиля /Н.И.Берзон, Е.А.Буянова, М.А.Кожевников и др.; Под ред. Н.И.Берзона.- 2. изд.- М.: ВитаПресс,1999.- 400 с.

Ценные бумаги: Учебник для студентов экономических специальностей вузов / В.И. Колесников, В.С. Торкановский, Л.С. Тарасевич и др.; Под ред. В.И. Колесникова, В. С. Торкановского. - М.: Финансы и статистика, 1998. - 416 с.

Ценообразование на финансовом рынке: Учеб. пос. / Авт. кол.: В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, Д.И. Трактовенко и др.; Под ред. А.Е. Есипова. - Спб.: СПбГУ-ЭФ, 1998. - 240 с.

Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации. - М.: Финансы, 1997. - 336 с.

Чесноков А.С. Инвестиционная стратегия и финансовые игры. - М.: ПАИМС, 1994. - 320 с.

Штольте П. Инвестиционные фонды: Пер. с нем. - М.: Финстатинформ: Интер-эксперт, 1996. - 168 с.

Экономика переходного периода: Учеб. пос. / Под ред. В.В. Радаева, А.В. Бузгалина. - М.: Издательство МГУ, 1995. - 410 с.

Эклунд Клас. Эффективная экономика - шведская модель. - М.: Экономика, 1991. - 348 с.

Ямпольский М.М. Ресурсы краткосрочного кредита. - М.: Финансы, 1974. - 95 с.

\* \* \*

Baig T., Goldfain I. The Russian Default and the Contagion to Brazil. - Wash.: IMF, October 2000 - Working Paper WP/00/160. - 48 p.

Calomiris Charles W. Universal Banking and the Financing of Industrial Development / Policy Research Department, Financial Sector Development Department of the World Bank. - Wash.: World Bank, November 1995 - The World Bank Policy Research Paper № 1533. - 20 p.

Capital Markets Under Inflation. Ed. by Bruck Nicholas. - Buenos Aires: Stock Exchange of Buenos Aires, Inter - American Development Bank, 1982. - 435 p.

Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets. Report by the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. - IOSCO, 1999. - 103 p.

Chou R. et Al. Cointegration of International Stock Market Indices. - Wash.: IMF, August 1994. - IMF Working Paper - 12 p.

Cocca Teodoro D., Volkart Rudolf. Equity Ownership in Switzerland 2000. - Zurich: Swiss Banking Institute, University of Zurich, 2001. - 43 p.

Crashes and Panics: the Lessons from History. Ed. By White Eugene N. – Homewood, Illinois: Business One Irwin, 1990. – 260 p.

Das Udaibir S., Quintyn Narc G. Crisis Prevention: the Role of Regulatory Governance.– Wash.: IMF, September 2002. – IMF Working Paper No 02/163. - 68 p.

Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States.- Wash.: World Bank.- Policy Research Working Paper 2047.- 1999- 24 p.

The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries, Report of the Emerging Markets Committee of IOSCO. –IOSCO, May 2002. – 122 p.

El- Erian M., Kumar M.S. Emerging Equity Markets in Middle Eastern Countries.- S.l.:IMF, September 1994. - IMF Working Paper. – 25 p.

Elliot Jennifer. Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective. – IMF, July 2002. – IMF Working Paper No. 02/119. – 30 p.

Faruqi Shakil. Macro-Financial Review:Policy and Program Formulation:Tusania:A Case Study and Training Guide/Economic Development Institute of The World Bank.- Washington, D.C.: The International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank, 1997.-256 p.

Feldstein Martin. Self-Protection for Emerging Market Economies. - - Cambridge: NBER.- National Bureau of Economic Research Working Paper 6907. – 1999. – 25 p.

Financial Systems and Development. World Development Report 1989. - Wash.: The World Bank, 1989. – 251 p.

Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski A. Private Ownership and Corporate Performance: some Lessons from Transition Economies. – N.Y.: New York University, 1997. - NYU Working Paper 9827.- 75 p.

Global Financial Stability Report. – Wash.: IMF, March – December 2002.

Guidance on Information Sharing. Report by the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – IOSCO, 1997. – 15 p.

Hilbers P. Monetary Instruments and Their Use During the Transition from a Centrally Planned to a Market Economy.- Washington: IMF, November 1993.- IMF Working Paper – 56 p.

Hopt Klaus J., Rudolph Bernd, Baum Harald. Börsenreform. - Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1997. – 1412 S.

International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues.- Wash.: IMF, 1994 – 2001.



Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – IOSCO, 2000. – 101 p.

Islamic Republic of Iran: Recent Economic Developments. – Wash.: IMF, September 2000. - IMF Staff Country Report № 00 / 120. – 149 p.

Issues Paper on Exchange Demutualization. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – IOSCO, 2001. – 27 p.

Jackson G. Corporate Governance in Germany and Japan: Development within National and International Contexts.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung, 1997. – 35 p.

Khan Mohsin S., Senhadji Abdelhak S. Financial Development and Economic Growth: An Overview. IMF Working Paper WP/00/209. – Wash.: IMF, 2000. – 24 p.

Kindleberger Charles P. Manias, Panics and Crashes. 3<sup>rd</sup> Edition. – London: Macmillan Press Ltd, 1996. – 263 p.

Kindleberger Charles P. A Financial History of Western Europe. 2<sup>nd</sup> Edition. - New York: Oxford University Press, 1993. – 524 p.

Daniela Klingebiel. Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers. – Wash.: World Bank, March 2002. - Working Paper No. 2816 – 38 p.

Levine R., Loyaza N., Beck T. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes.- Wash.: World Bank.- Policy Research Working Paper 2059.- 1999- 22 p.

Litan Robert E. The Revolution in U.S.Finance. – Wash.: The Brookings Institution, 1991. – 55 p.

Litan Robert E. What Should Banks Do? – Wash.: The Brookings Institution, 1987. – 207 p.

Loungani Prakash, Mauro Paolo. Capital Flight from Russia. IMF Policy Discussion Paper. – Wash.: IMF, 2000. – 27 p.

McConnel Campbell R., Brue Stanley L. Economics: Principles, Problems, and Policies. 11<sup>th</sup> Edition. – New York: McGraw – Hill Publishing Company, 1990. – 866 p.

Measures to Disseminate Stock Property. Report by the Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions. – IOSCO, 1999. – 125 p.

Mester Loretta J. Repealing Glass – Steagal: the Past Points the Way to the Future // Federal Reserve Bank o Filadelphia Business Review. – 1996. – July / August. – 20 p.

- Mirkin Yakov M. Importance of the European Capital Market for Russia / Handbuch Europäischer Kapitalmarkt. – Wiesbaden: Gabler, 2001. – s. 469-486.
- Mirkin Yakov M. Risks and Chances of Foreign Investors in the Russian Capital Market / Banken in globalen und regionalen Umbruchsituationen. – Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag, 1997. – s. 149-162.
- Mishkin Frederic S. Lessons from the Asian Crisis. - Cambridge: NBER.- National Bureau of Economic Research Working Paper 7102. – 1999. – 25 p.
- Mishkin Frederic S. Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. - Cambridge: NBER, 2001.- National Bureau of Economic Research Working Paper 8087.– 42 p.
- Nadal-De Simone F., Sorsa P. A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s. – Wash.: IMF.- IMF Working Paper WP/99/52. – 1999. – 55 p.
- Objectives and Principles of Securities Regulation. – IOSCO, September 1998, February 2002. – 67 p.
- Quirk P.J. Capital Account Convertibility: A New Model for Developing Countries. – Wash.: IMF, July 1994.- IMF Working Paper. - 22 p.
- Rajan Raghuram G., Zingales Luigi. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20<sup>th</sup> Century. – Paris: OECD, October 2000. – Economic Department Working Paper No 265. October 2000. - 52 p.
- Ruding Y Onno. The Transformation of the Financial Services Industry. –Basle: Bank for International Settlements. Financial Stability Institute, March 2002. – Occasional Paper N2. - 30 p.
- Santos Joao A.C. Commercial Banks in the Securities Business: a Review. - Basle: Bank for International Settlements, June 1998. – 29 p.
- Scott D. Practical Guide to Managing Systemic Financial Crises: A Review of Approaches Taken in Indonesia, the Republic of Korea, and Thailand. – Wash.: World Bank, May 2002. - Working Paper No.2843 – 99 p.
- Securities Market Development. A Guide for Policy Makers. – Wash.: Economic Development Institute of the World Bank, May 1996.
- Shleifer A., Vishny R.W. A Survey of Corporate Governance. - US: National Bureau of Economic Research.- NBER Working Papers Series, 1996.
- Spong Kenneth. Banking Regulations. Its Purposes, Implementation and Effects.- Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1990. – 202 p.

Streeck W., Yamamura K. Germany and Japan: The Future of Nationally Embedded Capitalism in a Global Economy.- Cologne: Max-Planck-Institut fuer Gesellschaftsforschung.- 1997. – 67 p.

Sundararajan V., Errico L. Islamic Financial Institutions and Products in the Global Financial System: Key Issues in Risk Management and Challenges Ahead. – Wash.: IMF, November 2002. – Working Paper No 02/192. - 27 p.

Supervision of Financial Conglomerates. – Joint Forum of Financial Conglomerates (Basle Committee on Banking Supervision, IOSCO, International Association of Insurance Supervisors), 1999. – 136 p.

Supervisory Framework for Markets. Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. – IOSCO, 1999. – 32 p.

The LGT Guide to World Equity Markets. 1997- London: Euromoney Publications PLC, LGT Asset Management, 1997. - 549 p.

Teweles Richard J., Bradley Edward S., Teweles Ted M. The Stock Market, 6<sup>th</sup> Edition. – New York: John Wiley & Sons, Inc., 1992. – 566 p.

Von Rosen R. Developments in the German Equity Market and Its Regulation.- Journal of Financial Regulation and Compliance.-1998.- Vol. 6, №3.- p.p. 238-248

White William R. The Coming Transformation of Continental European Banking? - Basle: Bank for International Settlements. – Working Papers №54. – 1998, June.

Winfield R.G., Curry S.J. Success in Investment. 5<sup>th</sup> Edition. – London: Jörn Mirrey (Publishers) LTD, 1995. – 461 p.

World Development Reports.-Wash.: The World Bank, 1990-2002.

World Economic Outlook Reports.-Wash.: IMF, 1997-2002.

Woodruff David. Money Unmade. Barter and the Fate of Russian Capitalism. – London: Cornell University Press, 1999. – 228 p.