1. **ВОЗМОЖНОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ ОПЫТА ЗАПАДНОЙ ЕВРОПЫ В РЕШЕНИИ ПРОБЛЕМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА**

Западноевропейский фондовый рынок принадлежит к числу зрелых рынков, являясь одним из наиболее развитых рынков в мире.[[1]](#footnote-1) Более того, по основным показателям (ликвид­ность, прозрачность, рентабельность) и по степени развития инфраструктуры он занимает второе место в мире, уступая лишь американскому рынку. Опыт формирования западноевропейского фондового рынка и его институтов, безусловно, может оказаться полезным для российской практики. Ввиду имеющихся отличий в уровне развития рынков России и ЕС практически все аспекты функционирования фондовых институтов Западной Европы могут быть значимыми для нашей страны с точки зрения возможности их применения. Однако автор выделяет четыре проблемы, стоящие на пути формирования эффективного и ликвидного фондового рынка в России и нашедшие свое отражение в европейской практике:

- эффективное регулирование и вопрос целесообразности внедрения мегарегулятора в качестве основного ее аспекта;

- защиты инвесторов;

- налоговое стимулирование инвестиций в ценные бумаги;

- демутуализация российских бирж.

Проанализируем указанные проблемы и возможные пути их решения.

Регулирование фондового рынка является наиболее слабым аспектом функционирования отечественного фондового рынка. В Западной Европе существует несколько типов институциональной структуры финансового регулирования. Одним из них является структура, включающая в себя единый институт, в компетенцию которо­го входят рынок ценных бумаг, банковский сектор, и страхование. Такой институт носит название «мегарегулятор». Впервые идея внедрения мегарегулятора в российскую практику была предложена в исследовании компании *Cadogan Financial* .[[2]](#footnote-2) проведенном в конце 1999 г., по заказу ФКЦБ России. При этом основные преимущества мегарегулятора сводились к следующему:

- преодоление фрагментарности и непоследовательности нормативной базы;

- рост независимости Органов регулирования;

- преодоление недостатка денежных ресурсов в финансовых ведомствах;

- создание четкой карьерно-иерархическойструктуры;

- преодоление фрагментарности и распыленности между ведомствами регулирующими финансовый рынок.

В функции мегарегулятора входит регулирование кредитных и страховых организаций; профессиональных участников рынка ценных бумаг, организаторов торговли, деятельности по управлению коллективными инвестициями. В функции такого регулятора не входит поддержание курса национальной валюты, установление ставки межбанковского кредита, функция кредитора последней инстанции, эмитента и регулятора государственных ценных бумаг. Исследователями *Cadogan Financial* предполагалось, что мегарегулятор будет создан на базе ФКЦБ (в Великобритании мегарегулятор создан на базе Палаты, инвестиций и ценных бумаг[[3]](#footnote-3)).

В концепции НАУФОР также говорится о развитии системы регулирования и контроля через специальную полномоч­ную организацию, о централизации, регулирующих и контрольных функций ,о необходимости регулятивной деятельности единого органа.[[4]](#footnote-4)

Однако существуют и аргументы против внедрения мегарегулятора.

Во-первых, есть опасения, что масштабная реорганизация подменит реальную работу по восстановлению фондового рынка. Она на долгое время вызовет излишнюю мобильность кадров, ослабление управляемости, перетряску штатов, структур и полномочий, превалирование текущих организационных задач над перспективными, что повысит регулятивные издержки и увеличит риски рынка.

Во-вторых, в российских условиях (при дефиците кадров, финансирования) слияние ведомств вызовет ослабление регулирования отдельных рынков, а ресурсы, поступающие новому ведомству, будут меньше, чем сумма ресурсов до их слияния. Это хорошо показывает опыт Министерства финансов РФ, которое в начале 90-х гг. курировал фондовый рынок и фактически упустил его. Наоборот, выделение налоговой службы из Министерства финансов привело к росту ресурсной базы регулирования налогов. В-третьих, экономика советских времен показала, что такое чрезмерная централизация и к каким последствиям (в управляемом объекте) она ведет.

В-четвертых, что касается большей независимости мегарегулятора, то, по крайней мере, в пяти случаях западноевропейский опыт свидетельствует о подчиненности мегарегулятора министерствам финансов (Великобритания, Норвегия. Фин­ляндия и Швеция) и министерству по делам экономики. (Дания).

В мире действительно существует тенденция создания мегарегуляторов: на пути централизованного финансового регулирования оказались такие европейские страны, как Норвегия (1986г), Дания (1988г), Швеция (1991г). Великобритания (1997г), Исландия (1999г) Венгрия (1996г). Вместе с тем по­литика регулирования финансовых рынков существенно варьируется по странам ЕС: полностью интегрированные мегарегуляторы существуют лишь в трех странах (Великобритания, Швеция, Дания) и в трех государствах регулирование в основном сконцентрировано в одном институте (Бельгия, Люксембург, Финляндия).

Причины создания мегарегуляторов следующие:

- универсализация финансовых институтов;

- создание финансовых конгломератов, в которых холдинговая компания или иным образом консолидированный собственник владеют несколькими финансовыми институтами, предоставляющими финансовые продукты, относящиеся к разным секторам финансового рынка;

-перекрестные предложения финансовых продуктов банка­ми (страховых, фондовых, пенсионных, коллективных ин­вестиций), страховыми и брокерско-дилерскими компаниями — банковских или подобных банковским продуктов;

-секьюритизация финансовых продуктов.

В соответствии с обследованием, проведенным PSA, резко увеличилось число фирм, ведущих все виды финансовых операций, т.е. банковские и небанковские институты все больше сближаются по содержанию проводимых операций. Двадцать лет назад даже крупнейшие британские финансовые институты обычно имели лицензию только на один вид деятельности.[[5]](#footnote-5)

Выходом из положения являются отказ от регулирования по функциональному (секторальному) принципу и создание мегарегулятора. При этом мегарегулятор обычно оказывается построенным внутри по секторальному принципу - банки, страхование, цепные бумаги.

Таким образом, для постановки вопроса о мегарегуляторе в России должна быть достигнута зрелость финансового рынки, должны вырасти крупные и диверсифицированные финансо­вые институты, существование которых позволит перейти из секторального регулирования к кросс-секторному регулированию путем создания мегарегулятора. В России создание мегарегулятора преждевременно по следующим причинам:

- финансовый рынок пространственно протяжен, крайне раздроблен, основан на очень мелких финансовых институтах с низкой капитализацией, которым предстоит еще вырасти в более диверсифицированный и крупный бизнес.

- региональные рынки замкнуты: отсутствует не только трансграничное, но даже в большой мере трансрегиональное предложение финансовых продуктов;

- финансовые продукты имеют упрощенную структуру,

- не существуют действительно крупных финансовых конгломератов, которые бы имели доминирующее положение и нескольких секторах рынка и представляли собой переплетенный со сложной организационной структурой универсальный бизнес;

- функциональным регуляторам только предстоит в будущем в рамках своей организационной структуры развить круп­ные подразделения, которые бы на основе реорганизаций стали бы занимать ощутимые доли на рядом стоящих рынках финансовых продуктов.

Если рассмотреть европейскую и мировую практику, то можно найти много различных моделей регулирования, относительно которых ясно, что они хорошо работают в странах с различными типами финансового рынка и политических структур. Поэтому было бы неправильно утверждать, что одна и та же модель является, безусловно, правильной для каждой страны.

К сожалению, проблемы инвесторов российского рынка не решатся только лишь путем принятия на вооружение европейской практики мегарегуляторов — в настоящее время российские акционеры являются относительно бесправными участниками финансового рынка, в том числе по причине низкой корпоративной культуры и неразвитого корпоративного управления. Именно в этом, видится одно из важных условий восстановления фондового рынка и прихода долгосрочных иностранных инвестиций.

Проблема российского фондового рынка состоит не в отсутствии финансовых ресурсов для инвестиций, а в отсутствии мотивации инвестиционной деятельности, одним из проявлений которого является кризис доверия. Во всех странах мотивация осуществления инвестиций, прежде всего долгосрочных, порождается существующей системой базовых ценностей. Еще в середине XVIII в. их сформулировал английский философ Д. Юм в виде трех основных «естественных» законов: стабильность собственности; передача последней по­средством согласия (т.е. договора) и исполнение обещаний.[[6]](#footnote-6) Когда-то эти законы соблюдались и в России. Граждане Российской империи уверенно вклады вали средства в банки, в акции и государственные ценные бумаги. Ни у кого не возни­кало мысли о том, что вложенные деньги могут пропасть: ведь государство было олицетворением абсолютной надежности. Характерно, что выпуск государственных облигаций 1905 г. должен был быть погашен в 1982 г. Стоит вспомнить и «вечную ренту» — бессрочные государственные облигации царского правительства, в которые россияне безотзывно вкладывали свои средства и получали стабильный доход в течение всей жизни.[[7]](#footnote-7) Главной базовой ценностью на рынке было и всегда будет доверие, взаимное доверие между инвесторами, эмитентами и государством. Кризис доверия — первопричина крайне низкого качества корпоративного управления в России, а отсутствие системы базовых ценностей препятствует соблюдению баланса интересов акционеров, менеджеров, клиентов и общества в целом. Соответственно еще очень слаба мотивация для использования инструментов фондового рынка.

Результат закономерен: фондовый рынок оказывается слабо связанным с реальным сектором экономики и неудовлетворительно выполняет функцию по перераспределению капитала; инвестиционный процесс тормозится в своей первоначальной стадии; предприятия работают, на их продукцию есть спрос и некоторые из них имеют неплохую прибыль, но их акционеры и менеджмент редко ориентируются на реинвестирование прибыли в развитие собственных предприятий.

Ярким примером может служить вывод на рынок корпора­тивных облигаций. Более года решался вопрос о включении расходов эмитента на выплату купонов по облигациям в состав затрат. Лишь недавно эта проблема была решена, и общий объем эмиссии 25 компаний составил уже порядка40 млрд. руб. Однако все еще не решена проблема налога на эмиссию облигаций, а это явно ограничивает рост рынка.

Если облигации Банка России и корпоративные облигации все-таки были выпущены в обращение, то стрипам так и не удалось выйти на отечественный фондовый рынок. Обсужде­ние соответствующего законопроекта продолжается до сих пор, хотя предложения по выпуску этих инструментов были подготовлены еще полтора года назад. Аналогичная ситуация складывается и с операциями репо - этот сегмент рынка так и не смог восстановиться после кризиса 1998 г. Неудивительно, что в этих условиях наш рынок может предоставить инвестору крайне ограниченный набор инструментов.

Если на развитых рынках ЕС число рыночных инструментов исчисляется сотнями и тысячами, то на российском рынке—десятками единиц.

Скорее всего, в России, так же как и в других странах, создавших stakeholder capitalism («капитализм держателей кон­трольных пакетов»), не будет обеспечена защита прав акционеров в том объеме, в каком она существует в странах англо­американской модели - - shareholder capitalism («капитализм акционеров»), по крайней мере до тех пор, пока 60—70% часнтой собственности в России находится в контрольных паке­тах.[[8]](#footnote-8)

Глубина конфликтов интересов в акционерных обществах показывает, что введение принципов корпоративного управ­ления является действительно важной задачей. Для ее реше­ния необходимо использовать законотворческий опыт ЕС. Кроме выше упомянутых директив ЕС по корпоративному праву, внимания заслуживает Директива 97/7/ЕС по компенсационным схемам защиты инвесторов[[9]](#footnote-9) и Директива 89/592 по предупреждению инсайдерской деятельности.

Существует простая и неизбежная зависимость: чем выше доля крупных собственников в акционерных капиталах тем ниже в стране уровень защиты акционеров, как с позиций пол­ноты правовых норм, так и с точки зрения правоприменения.

Соответственно 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 (более раздробленная структура акционерных капиталов). Следует признать неиз­бежную ограниченность защиты прав акционеров в странах, собственность в которых собрана в крупные пакеты. В этих странах права мелких акционеров будут обязательно нару­шаться, а правоприменение будет ограниченным, потому что так выстроены экономические интересы и так сформирована структура собственности.

Поэтому, какие бы кодексы корпоративного управления ни создавались в этих странах, основные потоки денежных средств, направляемые в реальный сектор, будут формиро­ваться на основе прямых инвестиций (пусть и в форме акций) и долговых рынков. До тех пор пока собственность собрана в крупные пакеты, рынок акций и портфельные инвестиции бу­дут играть подчиненное, а в таких странах, как Россия, и пре­имущественно спекулятивное значение.

На российском фондовом рынке давно существует твердая убежденность в том, что он носит манипулятивный и инсайдерский характер.Иностранные инвесторы настроены против отечественных, крупные брокеры — против средних и мелких, профессиональные игроки — против «розницы», инсайдеры, аффилированные с эмитентами, — против аутсайдеров. Такой рынок не может привлечь массового инвестора.

В рамках раз­вития защиты инвесторов (в связи с манипулированием) предстоит:

- специфицировать виды манипулирования и ввести новую для российского рынка концепцию «разрешенного мани­пулирования», выделив его виды, как это сделано в Директиве 89/592 ЕС;

- изменить практику правоприменения, когда большая часть профессионального сообщества считает, что на рынке про­водятся инсайдерские операции, но при этом, ни одного случая манипулирования не выявлено регуляторами за все время существования рынка.

Концепция защиты прав инвесторов, как она понимается в России[[10]](#footnote-10), нуждается в значительном расширении и распро­странении на клиентские и торговые практики броке­ров/дилеров. Это означает, что идея создания Кодекса корпо­ративного управления, выдвинутая в 2000г. ФКЦБ России, также должна быть расширена. Российскому рынку также не­обходим Кодекс честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, который был бы не столь кратким, как международные документы в этой области, и который очень детально обобщал бы практику, накопленную регуляторами СРО [[11]](#footnote-11) и в Германии, и в других постиндустриальных странах. Возможно также за­ключение в рамках СРО соглашения между ведущими броке­рами/дилерами и банками об упрощенных (по сравнению с действующим законодательством) процедурах расследования нечестных торговых и клиентских практик, включая манипу­лирование и инсайдерство.

В итоге без изменения концепции защиты инвесторов, при­нятой на внутреннем рынке, без свода правил, объясняющих Рынку, какими действиями обеспечиваются честные клиентские торговые операции, без реальных случаев наказания за нарушения прав инвесторов вряд ли возникнет то доверие ин­весторов к внутреннему фондовому рынку, которое необхо­димо для конкуренции с западными рынками периоды спада торговой активности России.

Опыт ЕС (табл. 1) свидетельствует о том, что фондовые рынки как источник инвестиций имеют огромные налоговые льготы.

*Таблица 1* Примеры западноевропейского опыта налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги[[12]](#footnote-12)

|  |  |
| --- | --- |
| Методы стимулирования | Государства Западной Европы |
| Юридические лица — резиденты |
| Полное безусловное освобождение дивидендов, полученных от других лиц-резидентов от налога | Австрия. Великобритания, Норвегия, Греция |
| По дивидендам, полученным от рези­дентов, — освобождение от налога при условии, что налогоплательщик владел не менее установленной суммы капи­тала и в течение установленного вре­мени | Дания, Люксембург Ни­дерланды. Швейцария. Швеция. Португалия |
| Полное безусловное освобождение положительных курсовых разниц от налога | Бельгия |
| Освобождение от налога положительных курсовых разниц при опреде­ленных условиях [[13]](#footnote-13) | Австрия, Дания, Люксем­бург, Нидерланды, Швейцария |
| Юридические лица — нерезиденты |
| Снижение ставки налогообложения дивидендов, полученных от резидентов | Франция (если дивиденды инвестируются в экономику Франции) |
| Освобождение от налога положительных курсовых разниц по ценным бумагам | Австрия (если нерезиден­ту принадлежит не менее 10% акционерного капита­ла в течение 5 лет) |
| Снижение ставки налогообложе­ния положительных курсовых раз­ниц по ценным бумагам | Греция |
| Физические лица — резиденты |
| Понижение ставки при обложении дивидендов | Дания, Норвегия, Швеция |
| Полное освобождение положи­тельных курсовых разниц от налога при определенных условиях | Нидерланды (если акции продаются в качестве портфельных инвестиций и сделки с ни­ми не относятся к продаже бизнеса), Греция (по акциям, прошедшим листинг) |
| Снижение ставки налогообложения положительных курсовых разниц по ценным бумагам | Германия, Швеция, Португа­лия, Греция (если акции не имеют листинга), Нидерланды (если акции продаются не в ка­честве портфельных инвести­ций, а в качестве продаже биз­неса) |
| Понижение ставок при опреде­ленных условиях | Австрия |
| Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц вуменьшении доходов | Швеция |
| Налоговые льготы под специаль­ные инвестиционные планы | Великобритания |
| Введение акций, «дающих нало­говые преимущества», предназна­ченных для выпуска в приоритет­ных для государства целях | Бельгия |

В условиях кризиса, дефицита инвестиций и высоких рисков создание мощных налоговых стимулов, компенсирующих эти риски, является одним из наиболее сильных инстру­ментов побуждения населения к вложению долларовых сбережений в российские акции и облигации.

 *Таблица 2* Примеры использования западноевропейского опыта российской политике налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Методы стимулирования | ГосударстваЗападнойЕвропы | Использование в России . |
| Юридические лица-резиденты |
| Понижение ставки на­логообложения диви­дендов. Включение в налогооблагаемую прибыль только части ди­видендов. Предоставле­ние ' кредитов по налогам с дивидендов | Бельгия, Ирландия,Италия,Финляндия | Используется понижен­ная ставка налогообло­жения дивидендов в размере 15%. |
| Полный или частичный зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшении доходов. Возможности переноса отрицательных курсо­вых разниц на несколь­ко лет вперед, при этом их разрешено вычитать только из прибыли, по­лученной от положи­тельных курсовых раз­ниц | Дания, Италия, Австрия, Франция | Используется частично (зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение положи­тельных курсовых раз­ниц по той же категории ценных бумаг) |
| Физические лица-резиденты |
| Полное безусловное освобождение положительных курсовых разниц от налога | Швейцария | Не используется, кроме Москвы, которая ввела специальную налоговую льготу для московских розничных инвесторов |

Как свидетельствуют данные табл. 2, налоговые методы стимулирования инвесторов в ценные бумаги, которые широко применяются в западноевропейской практике, в России практически не используются. Более того, в отечественной практике полностью отсутствуют налоговые стимулы по привлечению иностранных инвесторов на российский фондовый рынок, тогда как именно крупные финансовые вложения нерезидентов могут оживить рынок и сыграть решающую роль в укреплении фондового рынка страны. В редких случаях и с многочисленными оговорками используется в отечественной практике зачет отрицательных курсовых разниц в уменьшение дохода, снижающий риск инвестирования. Неиспользование льготного налогообложения по бумагам, выпущенным в приоритетных для государства от­раслях, снижает взаимосвязь между реальным сектором эко­номики и фондовым рынком. Отсутствие в России института «инвестиционных планов предприятий» свидетельствует о не­использованном инвестиционном потенциале экономики.

С ноября 2000 г. налогообложение доходов от фондовых операций физических лиц регулируется главой 23 части II На­логового кодекса РФ под названием «Налог на доходы физи­ческих лиц», которая содержит ряд новшеств и изменений по сравнению с действующим ранее «Законом о подоходном на­логе с физических лиц». Однако, несмотря на нововведение, налоговое стимулирование инвестиций остается слабым зве­ном регулирования рынка ценных бумаг РФ.

Представляется необходимым рассмотреть возможности использования в российской практике следующих методов на­логового стимулирования инвестиций в акции:

- полное или частичное освобождение розничных инвесто­ров от подоходного налога, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), оптовых инвесто­ров (юридических лиц) от налога на прибыль, имеющую тот же источник, предоставление налогового кредита

на уплату налогов на указанные доходы;

 - возможность зачета отрицательных курсовых разниц для розничных инвесторов, возможность переноса на несколь­ко лет вперед отрицательных курсовых разниц для розничных и оптовых инвесторов (что дает возможность зачета их в годы, отличающиеся растущей курсовой стоимостью);

- введение целевых налоговых льгот (освобождение от нало­га, применение пониженной налоговой ставки), направлен­ных на поощрение следующих процессов и явлений:

1. долгосрочных инвестиций в акции (льготы применя­ются в том случае, если акции держатся владельцем в течение определенного срока);

2. неспекулятивных прямых инвестиций (льготы приме­няются, когда инвестор владеет не менее определенной доли бизнеса);

3. инвестиций в определенные акции (малого бизнеса, определенных приоритетных отраслей, венчурные компании);

4. вывода акций на организованные рынки (льготы воз­никают, если акции прошли листинг и обращаются на фондовой бирже);

5. спроса на акции (вычет процентов за кредит, взятый на покупку акций, из налогооблагаемой базы):

6. специальных личных и институциональных инвести­ционных планов (в рамках которых средства направляются на инвестиции в акции);

- отмена или снижение по приоритетным ценным бумагам (например, корпоративным облигациям) налога на операции с ценными бумагами, взимаемого как доля от объема выпуска корпоративных ценных бумаг (этот налог удоро­жает эмиссию, препятствует выходу предприятий на фондовый рынок).

В российских условиях было бы важным создание компен­сационных планов внутри предприятий. Данный институт су­ществует в ЕС и регулируется Директивой 97/7/ЕС. Видом компенсационных планов является коллективные инвестиции в ценные бумаги[[14]](#footnote-14) (КИЦ). В ЕС КИЦ регулируются Директи­вой ЕС 88/20 о положении КИЦ". К КИЦ относятся следую­щие планы:

- планы формирования собственности персонала в виде ак­ций (ESOP — Employee Stock Ownership Plan), осуществ­ляемые на основе создания внутрифирменного финансово­го фонда на эти цели;

- планы бонусов, выплачиваемых менеджерам акциями;

- опционные планы, в которых менеджер получает экономи­ческую выгоду в том случае, если курсовая стоимость ак­ций повышается;

- 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 за счет разносторонней системы налоговых льгот. Безусловно, в России — 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.

Довольно часто используются следующие налоговые льготы в ЕС:

*-* льготы акционерам компании, которые продают свои ак­ции в компенсационного плана;

- льготы компании, для выкупа акций которой учреждается компенсационный план.

*-* налоговые льготы работникам, приобретающим акции в рамках компенсационных планов.

- налоговые льготы, получаемые финансовыми институтами. Если в результате ссуд, полученных ESOP у банка или иного финансового института, доля ESOP в компании со­ставит более 50% акционерного капитала, то от налога ос­вобождается 50% доходов, полученных финансовым ин­ститутом в виде процентов по данной ссуде.

Все указанные формы налоговых льгот могут использо­ваться в российской практике для стимулирования диверсификации собственности на акционерные капиталы.

Важным для российского фондового рынка является пра­вильный выбор модели организации торговых систем. При этом отметим, что организаторы торговли современного фон­дового рынка действуют в новых (в сравнении с 80-ми гг.) ус­ловиях, связанных с изложенными выше тенденциями совре­менного этапа его развития. Эти условия сводятся к следующему:

- обострение международной конкуренции бирж, централизация биржевой торговли в немногих международных фи­нансовых центрах; отмирание региональных бирж, не вы­работавших новой политики (например, Гамбург), и превращение небольших национальных бирж, по сути, в провинциальные (например, Брюссель); политика слияний и союзов фондовых бирж, позволяющих выдержать конкуренцию;

-быстрое конкурентное расширение числа специализиро­ванных рынков (внебиржевые рынки, альтернативные тор­говые системы, специализированные биржи), снижающих транзакционные издержки клиентов быстрее, чем фондо­вые биржи;

-автоматизация всего цикла биржевых операций (от ввода приказов до перевода ценных бумаг на имя нового вла­дельца), удаленный доступ инвесторов в биржевые системы, удешевление цен биржевых услуг, обостряющее кон­куренцию;

-более динамичное движение денежных потоков, связанное с открытостью и дерегулированностью финансовых рын­ков, жесткость конкуренции между связанными рынками (например, внутри Восточной Европы);

-создание финансовых конгломератов, не привязанных к национальным границам и рынкам.

В связи с острой конкуренцией между биржами, а также между биржами и альтернативными торговыми системами возникла тенденция к изменению фундаментальных взглядов на природу торговых систем в целом и фондовой биржи в ча­стности и, следовательно, к изменению правовых и экономических основ ее деятельности.

Российский специалист в области фондового рынка Я. М. Миркин подразделяет биржи в зависимости от их организационно-правового устройства на традиционные и коммерческие.

Традиционной концепцией природы фондовой биржи является «нейтральная», некоммерческая природа биржи, которая не должна в своей деятельности преследовать цель получения прибыли. Фондовая биржа рассматривается как рынок, который создается профессиональными участниками для выполнения на нем своих задач по перераспределению финансовых ресурсов.

В этом своем 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 в мелях сокращения рисков рынка и обеспечения его ликвидно­сти.

Соответственно те 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 является лишь инстру­ментом по перераспределению денежных ресурсов.

Именно вышеуказанная концепция торговых систем, и в частности фондовой биржи, была заложена в фундамент рос­сийского рынка ценных бумаг. В Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» для фондовых бирж предусмотрена единственная организационно-правовая форма — некоммер­ческое партнерство.[[15]](#footnote-15) В период разработки среди российских специалистов была распространена точка зрения о том, что биржа обязательно должна быть бесприбыльной организацией, поскольку «она является таковой во всем мире[[16]](#footnote-16)». Как показано ниже, это не так, и кроме того, все больше бирж становится прибыльными организациями.

На примере ЕС мы убеждаемся, что коммерческие биржи могут не только не уступать, но и превосходить традиционные по основным рыночным показателям, на которые ориентиру­ются инвесторы. По отчету FIBV за 1997 г. примерно 35% ев­ропейских бирж не являются неприбыльными организациями, и около 40% прибыли, получаемой биржами ЕС, распределя­ются в качестве дивидендов. Следовательно, коммерческие биржи имеют большую норму прибыли, чем традиционные. Успех коммерческих бирж обусловлен, в основном, следую­щими причинами.

Во-первых, диверсифицированной оказалась доходная база фондовых бирж (платежи за совершение сделок составляли в 1999 г. не более 30% их доходов). При росте объемов рынков и капиталоемкости бирж и быстром усложнении технологий и управления поддержание некоммерческой природы биржи (по сути сметной) должно привести к резкому росту затрат в этой области, к немобильности бирж, к увеличению рисков рынков.

Во-вторых, решающим фактором, влияющим на изменение концепции фондовой биржи, является острейшая конкуренция между ними, а также между биржами и организованными вне­биржевыми рынками и альтернативными торговыми система­ми.

До тех пор пока национальные финансовые рынки остава­лись относительно закрытыми, конкурентный фактор был не столь существенным. Как только рынки открылись для меж­дународных инвесторов (этот процесс особенно заметен с на­чала 60-х годов и был продолжен при дерегулировании в 80-е гг.), обострилась конкуренция и была совершена технологическая революция в биржевом деле (компьютерные биржи с распределенным доступом к ним), быстро увеличилось количество торговых систем, ставящих задачу снижения уровня издержек своих клиентов.

По мнению директора программы международной экономики Королевского института международных отношений Б. Стейла, «технология сделала многие функции маркетмейкеров или специалистов излишними, многие европейские биржи переходят от системы продвижения котировок к системе продвижения ордеров в целях снижения трансакционных издержек клиентов. Следующий шаг, предоставляющий воз­можность успешно конкурировать с другими электронными торговыми платформами, — значительное сокращение бюд­жетов бирж и их акционирование».[[17]](#footnote-17)

Биржам приходится решать задачи маркетинга и увеличе­ния и диверсификации доходов. Эти задачи являются, по сути, задачами коммерческой организации. В качестве примера приведем новую, «смешанную» концепцию фондовой биржи, принятую в Бельгии в середине 90х гг. «Фондовая биржа... существует в форме кооперативного общества с ограниченной ответственностью... Компании, участвующие в деятельности биржи, имеют право на часть капитала биржи в устанавливае­мой ими пропорции... Фондовая биржа не преследует коммерческих целей. Она может распределять годовой дивиденд[[18]](#footnote-18)».

Приведем и другие примеры.[[19]](#footnote-19)

- В соглашении о создании iX указывается, что цель управ­ления биржей — максимизация стоимости акций, находя­щихся в собственности акционеров.

- Биржа в Амстердаме стала акционерной компанией, 50% акций которой находятся в руках эмитентов и институцио­нальных инвесторов (акции могут торговаться внутри группы инвесторов).

- В Италии с 1997г. биржа стала акционерным обществом (ранее — публичный институт, с органами управления, их членами и брокерами, являющимися государственными чиновниками, назначаемыми Министерством финансов).

- В Швеции фондовая биржа существует в составе холдин­говой компании, цель которой — повышение стоимости акций в интересах их собственников.

Экономические и управленческие факторы, обусловли­вающие коммерциализацию торговых систем, включая фон­довые биржи, действуют и в России. При этом они имеют еще более сильное влияние, так как российским биржам приходит­ся действовать (на международном рынке биржевых услуг) в «догоняющем режиме», пытаться сохранить свою рыночную нишу на внутреннем рынке и создать базу для экспансии на восточноевропейские и центральноазиатские рынки.

По сути дела стоит вопрос о выживании российских торго­вых систем, так как во все большем масштабе обороты по рос­сийским акциям (депозитарным распискам) перемещаются в Берлин, Франкфурт, Лондон, а в будущем — в Вену (проект биржи Newex). При этом тот конфликт интересов, который беспокоит национальные органы регулирования рынков цен­ных бумаг ЕС, — конфликт между коммерческими интереса­ми организатора торговли и его ролью как регулятора — в российской практике максимально снят, так как регулятивная роль относится больше не к самим биржам, а к СРО, которые стоят рядом с рынками (пары РТС— НАУФОР и ММВБ — НФА[[20]](#footnote-20)).

В заключение анализа проблем формирования российского фондового рынка следует подчеркнуть основную цель его со­временного развития — финансирование экономического рос­та и инноваций. Рынок ценных бумаг в РФ должен стать механизмом привлечения инвестиций в реальный сектор — вместо спекулятивного рынка 90-х гг., обслуживавшего в основном интересы государства и краткосрочных иностранных инвесторов. Таким образом, исследование четырех указанных аспектов формирования российского фондового рынка показывает следующее.

В отношении внедрения мегарегулятора в российскую практику следует отметить, что его создание имеет смысл лишь на прозрачных рынках. Очевидно, российский рынок таковым не является. Учитывая слабость ресурсов государства, существующая структура функциональных регуляторов является в настоящее время более эффективной, так как она создает возможность направленного внимания и целевых действий в таких секторах финансового рынка, как страхование, ценные бумаги, банки, частное пенсионное обеспечение, коллектив­ные схемы инвестирования. Однако происходящие на российском рынке процессы свидетельствуют о том, что в перспективе внедрение мегарегулятора станет не только возможным, но и необходимым. В будущем укрупнение регуляторов вы­шеупомянутых секторов приведет к тому, что объем усилий, направлений в каждую финансовую отрасль, будет резко со­кращен.

Защита инвесторов в соответствии с практикой 90-х гг. от­несена к защите прав мелких акционеров. Но по структуре собственности Россия ближе к германской модели (оптовой), с преобладанием крупных пакетов в структуре акционерных ка­питалов и преимущественно долговым финансированием. Со­ответственно в России должна быть изменена сама концепция защиты инвесторов, в которую необходимо включить:

- защиту прав держателей долговых ценных бумаг;

- защиту прав акционеров большинства против попыток миноритарных собственников оказывать на них неправомерное давление, разрушая бизнес;

- зашиту оптовых акционеров меньшинства (имеющих Доли капитала в 2—15%) от неправомерных действий контроли­рующих акционеров;

- обеспечение честного ведения бизнеса на рынке ценных бумаг, в частности в виде борьбы с манипулированием и инсайдерством.

Следующие методы налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги могут быть рекомендованы к применению в России:

- полное или частичное освобождение инвесторов от налога, взимаемого на доходы от акций, а также предоставление налогового кредита;

- зачет или кредит по отрицательным курсовым разницам;

- введение целевых налоговых льгот (освобождение от нало­га, применение пониженной налоговой ставки), направленных на стимулирование долгосрочного характера инвестиций в реальный сектор;

- отмена или снижение налогов по приоритетным для государства ценным бумагам.

Реализация указанных методов должна, по нашему мнению, способствовать внедрению в российскую практику института коллективных инвестиций в ценные бумаги, который повысит корпоративную культуру, создаст дополнительный источник развития отечественного рынка ценных бумаг и повысит заинтересованность персонала в результатах деятельности предприятий.

Приведенные аргументы демутуализации свидетельствуют в пользу того, что одной из задач политики развития фондово­го рынка в России является признание возможности коммер­ческой природы бирж и торговых систем, внесение при этом необходимых изменений в законодательство и предоставление права фондовым биржам акционироваться и допускать акции к обращению, по крайней мере, среди узкого круга профессиональных участников.

Вместе с тем наступило время для выхода на рынок альтернативных торговых систем и электронных сетей, обеспечи­вающих ведение автоматического аукциона с российскими ценными бумагам. Очевидно, данные институты должны быть коммерческими организациями. В настоящее время эти услуги предоставляются, к сожалению, не российскими орга­низаторами торговли, а их зарубежными конкурентами, рабо­тающими с отечественными инвесторами.

1. **СТРАТЕГИЯ БИРЖ РОССИИ И СНГ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ**

Указанные в настоящей работе тенденции развития фондового рынка ЕС оказывают значительное влияние на деятельность биржевых рынков России и стран СНГ. При этом появились первые признаки интеграции российского фондового рынка в европейский рынок, что подтверждается реализацией проекта Newex.

По объему капитализации российский фондовый рынок и тем более рынки стран СНГ сильно отстают от рынков евро­пейских стран. По этому показателю Россия не входит даже в первую двадцатку стран мира (на конец 1999г. капитализация составила 41 млрд. долл.). Вместе с тем по количеству акцио­неров, прежде всего частных лиц, Россия занимает лидирующие позиции в мире: 27% населения нашей страны являются акционерами . По этому показателю Россия уступает лишь Швеции и Дании, обгоняя такие страны с высокоразвитыми фондовыми рынками, как США, Англия, Германия, Франция. В условиях глобализации мировых финансов возрастает по­требность в углублении взаимодействия бирж стран СНГ координации их работы, что будет способствовать росту обо­ротов и повышению ликвидности бирж СНГ.

Альянс бирж СНГ смог бы добиться равноправного сотрудничества с фондовыми площадками Запада. В этой связи возрастает и актуальность выработки единых стандартов и требований функционирования фондовых бирж, их приближения к международным стандартам.

К 2000г. основные биржевые институты России и стран СНГ в основном завершили первый этап своего развития, заключающийся в следующем:

- биржи приобрели универсальный характер, они объединяют практически все основные сегменты финансового рынка;

- произошло техническое перевооружение бирж. Биржи стран СНГ перешли на электронные технологии, что значительно расширило их операционные возможности. Основным итогом первого этапа явилось то, что биржи как

институт финансового рынка заметно укрепили свои позиции на ключевых сегментах финансового рынка. Их доля в обслу­живании финансового оборота в настоящее время составляет в среднем порядка 50-60% .В настоящее время биржи вступают в новый этап развития. Среди важнейших требований нового времени следует выде­лить два момента:

*- во-первых,* способность бирж отвечать требованиям конкуренции мирового финансового рынка;

*- во-вторых,* способность бирж отвечать требованиям разви­тия национального рынка, обеспечивать эффективное пе­рераспределение финансовых ресурсов в интересах реального сектора.

Рассмотрим текущее состояние фондового рынка в России. История фондового рынка новой России насчитывает более семи лет. За этот период ему удалось пройти путь от слабо организованных чековых аукционов до создания развитой мощной биржевой инфраструктуры, в технологическом плане способной поспорить с торговыми площадками ведущих западных государств. Однако, несмотря на быстрое развитие институтов фондового рынка, отечественная промышленность в 90-е годы пережила период спада, что свидетельствует об относительно слабой взаимосвязи между финансовым и ре­альным секторами экономики страны.

Одним из важнейших индикаторов степени развития фон­дового рынка во всем мире считается соотношение между суммарной капитализацией рынка акций (рыночной стоимо­стью компаний) и размером валового внутреннего продукта (ВВП). Анализ, проведенный по 19 развитым (индустриаль­ным странам) и по 50 формирующимся рынкам ценных бумаг, показывает, что в конце 90-х годов для 40% индустриальных стран этот показатель превышал 100%; по 55% индустриаль­ных стран его величина была выше 60% . В то же время на формирующихся рынках наблюдалась диаметрально противо­положная картина. Примерно 55% этих рынков, к числу кото­рых относится и Россия, имеют объем капитализации её 20% ВВП.

Наиболее тесная взаимосвязь между развитием фондового рынка и экономикой прослеживается в странах с развитой экономикой;

- в развивающихся государствах с высокими темпами эко­номического роста (Южная Корея, Гонконг, ряд стран Ла­тинской Америки);

- в ряде стран, активно внедряющих новые технологии (в том числе в области инфраструктуры) и осуществивших радикальную структурную реформу своей экономии (Финляндия, ОАЭ);

- В бывших социалистических странах, достигших заметных результатов в трансформации своей экономики (Польша, Словакия). Россия не относится ни к одной из указанных групп государств.

Отечественный фондовый - рынок по-прежнему практически не связан с реальным сектором экономики, а его общая капитализация уступает аналогичному показателю крупных корпо­раций США или стран Западной Европы. Например, стои­мость компании «Уолт Дисней» составляет порядка 80 млрд. долл., в то время как совокупная стоимость всех, предприятий российского фондового рынка не превышала в 2000 г. 70 млрд. долл.

Парадокс ситуации заключается еще и в том, что, в отличие от многих развивающихся рынков, Россия располагает необ­ходимыми инвестиционными возможностями и потребностя­ми, для реализации основной функции фондового рынка — привлечения инвестиций в реальный сектор. На сегодняшний день основными источниками для инвестиций (инвестиционными возможностями) являются:

- свободные средства банков на корреспондентских счетах и депозитах Центрального банка (5-7 млрд. долл.);

- накопления населения в иностранной валюте, так называе­мые «средства в чулках» (50-70 млрд. долл.);

- финансовые средства, вывезенные в предыдущие годы за рубеж, которые могут быть инвестированы в Россию, в том числе и с целью легализации (150-160 млрд. долл.)

Рассматривая инвестиционные потребности российского реального сектора, отметим, что по оценке генерального директора ММВБ А. Захарова, износ большей части оборудования в промышленности и транспортной отрасли уже наступил. 90-е годы ушедшего века характеризовались в нашей стране стремительным снижением валового объема ин­вестиций в основной капитал, которое привело к быстрому износу большей части оборудования предприятий. Техническое перевооружение промышленности и переход на новые технологии в масштабах всей экономики осуществлялись крайне медленно.

Таким образом, несмотря на довольно высокие темпы экоомического роста России, вероятность их сохранения в сред­несрочной и тем более в долгосрочной перспективе без карди­нального изменения нынешней инвестиционной политики относительно невелика. Для изменения сложившейся ситуа­ции нашей стране требуется не менее 15—25 млрд. долл. еже­годных инвестиций в основной капитал. Нижняя граница ука­занного диапазона соответствует необходимому минимуму, обеспечивающему воспроизводственный цикл в экономике страны, верхняя граница — сохранению темпов экономиче­ского роста на уровне 2000 г., то есть примерно 7—7,5% в год.

Кроме инвестиций в основной капитал, которые могут рас­сматриваться только как долгосрочные вложения средств, экономике страны жизненно необходимы оборотные средства для проведения текущих расчетов и платежей. В условиях крайне низкого уровня монетизации экономики, практически не функционирующего рынка краткосрочного ссудного капи­тала предприятия вынуждены пользоваться всевозможными денежными суррогатами, что негативно влияет на сбытовую политику и препятствует процессу сбора налогов.

Итак, с одной стороны, наблюдается острая потребность в инвестициях, с другой — присутствуют необходимые средства Для их осуществления. Наконец, существует достаточно раз­витая инфраструктура национального фондового рынка, ис­пользуемая во всем мире для связи инвесторов и предприятий.

НАУФОР направила в марте 2000 г. Концепцию развития рынка в Правительство РФ и Государственную думу РФ, где обосновывалась необходимость преобразований, направленных на привлечение значительных инвестиционных ресурсов в реальный сектор, а также организацию механизма их эффективного использования . Однако до сих пор эти реализованы лишь частично. Объемы инвестиций, в реальный сектор явля­ются недостаточными, механизм перелива средств из финансового сектора в реальный не отлажен, а эффективность капи­таловложений невысока.

Проведение приватизации под лозунгом будущего повы­шения стоимости акций приватизированных предприятий предполагало осуществлением уже с 1996-1997 гг. государст­венных мероприятий по массовому выводу новых акционер­ных обществ на фондовый рынок. Вместо этого преемствен­ность государственной политики не была обеспечена, задача создания массового фондового рынка для приватизированных акционерных обществ даже не была поставлена. В итоге де­сятки миллионов акционеров и многие тысячи акционерных обществ оказались обманутыми государством, которое даже не попыталось реализовать цели и задачи приватизации, а от­сутствие возможности выхода на фондовый рынок резко огра­ничило привлечение инвестиций, особенно в реальный сектор экономики.

Фактическое создание узкого внутреннего рынка для де­сятка акций при сотнях «статистов» привело к тому, что фон­довый рынок не сыграл своей роли для развития тысяч прива­тизированных акционерных обществ. Рынок развивался как узко спекулятивный, нацеленный на интересы незначительно­го количества западных инвестиционных компаний с расчетами через оффшорные счета. Эта политика потерпела очевидный крах, и ее приоритеты должны быть изменены, в том числе в интересах противодействия утечке капитала за рубеж. Рынок с расчетами в рублях и в России должен стать основой развития обращения корпоративных ценных бумаг.

Мировая практика показывает, что даже высокоразвитые страны (Япония), где сильный фондовый рынок не балансирует валютный рынок и банковскую систему, периодически по­падают в ситуацию финансового кризиса. В России же отсут­ствие возможности оттока средств с валютного рынка на фон­довый стало одной из причин кризиса августа 1998 г. Именно поэтому необходимы неотложные меры по восстановлению фондового рынка, а не только долгосрочные, отложенные на годы мероприятия.

Анализ финансового кризиса 1998 г. отчетливо свидетельствует о следующих недостатках отечественного рынка ценных бумаг:

- слабая вовлеченность в рыночные операции ценных бумаг отечественных индивидуальных инвесторов;

- недостаточная заинтересованность эмитентов в выходе на открытый рынок капиталов, непонимание возможностей рынка по привлечению капиталов, неумение самостоятель­но подготовиться к выходу на рынок ;

- преобладающая ориентация участников рынка на спекуля­тивный доход, отсутствие интереса к долгосрочным инвестициям;

- неотработанность системы взаимодействия органов государственного регулирования фондового рынка, отсутствие антикризисного регулирования; неспособность государства результативно воздействовать на текущие процессы; по­стоянный конфликт интересов государственных органов, регулирующих рынок ценных бумаг:

- наличие пробелов и противоречий в нормативно-правовой базе фондового рынка; слабый контроль за выполнением. Уже имеющихся законодательных и нормативных актов по вопросам регулирования рынка ценных бумаг.

Для создания эффективных механизмов рынка ценных бумаг обеспечивающих переток инвестиций в реальный сектор экономики, необходим комплекс мер нормативно-законодательного, организационного, экономического, политического, социально-психологического характера, направ­ленный на создание динамично развивающейся устойчивой системы функционирования российского фондового рынка. Кроме того, глобализация и интернационализация формируют следующие проблемы и объекты регулирования:

- деятельность иностранных членов национальной фондовой биржи;

- соответствие правил национальной биржи законодательст­ву тех стран, в которых установлены удаленные терминале данной биржи:

- регулирование деятельности иностранной биржи, которая хочет установить свои удаленные торговые терминалы в данной стране;

- обеспечение надежности процедуры расчетов и гарантий исполнения сделок, заключенных в наднациональном тор1-говом пространстве;

- гарантия безопасности торговых сетей и Интернет.

В этих условиях важной целью регулирующих органов яв­ляется нахождение баланса между обеспечением динамичного развития национальной инфраструктуры финансового рынка (включая определенный протекционизм и помощь националь­ной инфраструктуре) и выполнением задач по обеспечению зашиты интересов инвесторов и эмитентов.

При любом ответе на вызов глобализации страна, не же­лающая оказаться на задворках мировой экономики, должна выполнять ряд требований при проведении экономической политики.

Среди них — установление и поддержание макроэкономической стабильности; поэтапное введение юридических норм, соответствующих международным стандартам; обеспечение сбалансированности платежного баланса. Для стран, в которых рыночные институты только формируются, особую значимость приобретают вопросы государственной, финансовойиналоговой дисциплины, а также контроль за движением капитала, нацеленный на минимизацию его вывоза в оффшорные зоны и мировые финансовые центры.

Решения проблем регулирования операций на финансовом рынке, в том числе внедрения единых международных стандартов, не избежать и государствам СНГ. От этого зависит будущее развитие их валютных и финансовых рынков.

Опыт промышленно развитых стран, в том числе ЕС, мо­жет оказать неоценимую услугу в решении этой сложной за­дачи, тем более что сотрудничество с западными странами в этой области имеет уже и некоторые практические результаты. Например, контакты ММВБ с Нью-йоркской фондовой биржей начали развиваться в середине 90-х гг., а в 1997 г. NYSE и ММВБ подписали Меморандум о сотрудничестве. В рамках этого меморандума начала развиваться образовательная программа подготовлено совместно учебное пособие для школьников, которое уже издано в России массовым тиражом. Программой заинтересовались такие серьезные струк­туры, как например, московская мэрия. Началась совместная работа, в том числе в рамках института переподготовки управляющих кадров мэрии.

Состоявшееся 21 января 2000 г. совещание представителей центральных банков и валютно-фондовых бирж стран СНГ наметило конкретные меры по развитию взаимодействия ва­лютно-фондовых бирж. Межгосударственному банку было поручено обобщить опыт центральных банков стран СНГ по созданию национальных расчетных систем на основе опыта стран СНГ, а также государств еврозоны и разработать предложения по созданию системы межгосударственных платежей

При национальной валютной ассоциации сформирован на международной основе Координационный совет. Его цели:

- выработка рекомендаций по вопросам

развития взаимного товарооборота между странами СНГ,

- подготовка предложений по унификации национальных законодательств и норм регулирования валютных рынков и рынков ценных бумаг;

- создание банка данных о состоянии валютных рынков стран СНГ, а также принимаемых нормативных актов по их регулированию;

- сбор информации и анализ практики использования нацио­нальных валют как средства платежа во внешнеторговых контрактах;

- разработка мер по внедрению международных стандартов
и передовых технологий в проведении биржевых валютных
торгов и созданию условий для более активного использования национальных валют во взаимном обороте.

В апреле 2000 г. в Москве была учреждена Международная ассоциация бирж стран СНГ (МАБ СНГ). Учредительные документы были подписаны, в частности, 7 российскими биржами (ММВБ, Нижегородской валютно-фондовой биржей ростовской валютно-фондовой биржей, Сибирской межбанковской валютной биржей. Самарской валютной межбанков­ской биржей, Уральской региональной валютной биржей и Азиатско-Тихоокеанской межбанковской валютной биржей), а также 8 биржами стран СНГ (Бакинской межбанковской ва­лютной биржей. Белорусской валютно-фондовой биржей, Ереванской фондовой биржей, Казахстанской фондовой бир­жей. Крымской межбанковской валютной биржей, Таджик­ской межбанковской валютной биржей, Тбилисской межбан­ковской валютной биржей и Украинской межбанковской валютной биржей). Чуть позже к ассоциации присоединилась Киевская международная фондовая биржа. Таким образом, в ассоциацию входят 16 бирж из 8 стран СНГ, включая Азер­байджан, Армению, Беларусь, Грузию, Казахстан, Россию, Таджикистан и Украину.

Задачи МАБ во многом совпадают по экономическому содержанию с задачами ДИУ. Ими является содействие: форми­рованию единого биржевого пространства с использованием передовых технологий биржевой торговли, нормализацию миграции денежных средств в национальных валютах между странами СНГ, внедрению международных стандартов рынка Ценных бумаг в странах СНГ и взаимному признанию регистрации эмиссии ценных бумаг, сотрудничеству государств — членов СНГ в направлении развития единого рынка капиталов и биржевого пространства.

В заключении отметим, что, несмотря на достаточно современное технологическое оснащение российских бирж, оте­чественный фондовый рынок не справляется на данном этапе развития с основными своими функциями, состоящими в при­менении инвестиций в реальный сектор, финансировании экономического роста и инноваций. В связи с этим на основе рассмотрения особенностей функционирования рынка ценных бумаг Западной Европы и текущего состояния российского фондового рынка можно заключить, что в условиях происхо­дящих изменений в российской экономике и на мировом рынке новая стратегия биржевого рынка России и СНГ требует:

- модернизации и внедрения современных информационных технологий;

- усиления ориентации инфраструктуры на конечного инве­стора, обеспечения прямой связи между эмитентом и инве­стором;

- совершенствования механизмов управления рисками и по­вышения надежности расчетов по операциям на рынке;

- создания условий для формирования единого финансового пространства в рамках СНГ.

Общая цель развития бирж России и стран СНГ на ближайшую перспективу состоит в создании условий для интеграции в мировое финансовое сообщество, что подразумевает развитие стратегического партнерства с компаниями- лидерами в области информационных технологий, адаптацию международных технологических стандартов работы на финансовом рынке.

1. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. — М: Финансовая академия при Прави­тельстве РФ, 2000. —с. 13. [↑](#footnote-ref-1)
2. Миркин Я. Мегарегулятор // Рынок ценных бумаг. — 2000. № 14. - с. 40. [↑](#footnote-ref-2)
3. Securities and Investments Board. [↑](#footnote-ref-3)
4. Концепция развития фондового рынка России: Проект для обсу­ждения на парламентских слушаниях в Совете Федерации. - М., 2000. —с. 15. [↑](#footnote-ref-4)
5. Миркин Я. Мегарегулятор //Р ынок ценных бумаг. - 2000 .№ 14.-с.41. [↑](#footnote-ref-5)
6. История философии в кратком изложении /Пер. с чеш И И Богута. —Мысль, 1997.—с. 419-420. [↑](#footnote-ref-6)
7. Захаров А. Экономические реформы и фондовый рынок // Рынок ценных бумаг. — 2001. №3. — с. 10. [↑](#footnote-ref-7)
8. Лосев С, Миркин Я. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи//Рынок ценных бумаг. — 2000. № 22. — с. 43. [↑](#footnote-ref-8)
9. Directive 97/7/EC of the Council and the European Parliament on investor compensation schemes, Official Journal L 84 of 26.3.1997. [↑](#footnote-ref-9)
10. Горегляд В., Войтенко Л. Каким быть фондовому рынку России// Финансовый бизнес.- 2001.№2.- с.12-20. [↑](#footnote-ref-10)
11. Саморегулируемые организации. [↑](#footnote-ref-11)
12. Источник: Миркин Я. Налоговое стимулирование инвестиций в Ценные бумаги// Рынок ценных бумаг.— 2000. № 12. — с. 42. [↑](#footnote-ref-12)
13. Имеется в виду не спекулятивный, а прямой или по крайней ме­ре долгосрочный характер инвестиций. [↑](#footnote-ref-13)
14. UCITS — Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities [↑](#footnote-ref-14)
15. Закон Российской Федерации от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке Ценных бумаг» с изменениями от 26.11.1998 и 08.07.1999//Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг/Под ред. Тре-Ушникова М.К. — М.: «Городец», 2000. — с. 249. [↑](#footnote-ref-15)
16. Б.Б. Рубцов. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. Финансовая академия при Правительст­ве РФ. 2000. — с. 126. [↑](#footnote-ref-16)
17. Steil В. Regional Financial Markets Integration. Learning from the °Pean Experience. London: Royal Institute for International Affairs. — April 1998. — p. 13. [↑](#footnote-ref-17)
18. International Securities Services Association Handbook 1998-19' Zurich, 2000 — p. 42. [↑](#footnote-ref-18)
19. Миркин Я.М. Фондовые биржи России: стать коммерческими, чтобы жить//Рынок ценных бумаг. — 2000. № 10. — с. 36-39. [↑](#footnote-ref-19)
20. Национальная фондовая ассоциация. В ноябре 2000 г. ФКЦБ предоставила НФА лицензию СРО [↑](#footnote-ref-20)