**ВВЕДЕНИЕ**

Переход России к экономике рыночного типа потребовал глубоких преобразований, в том числе организация рынков в сфере важнейших ресурсов. Важным из их числа для становления и развития рыночной экономики является рынок ценных бумаг, поскольку, в силу присущей ему специфики, помимо функционального назначения он имеет большое социально- политическое значение, в широком смысле являясь идеологическим выражением рыночной экономики. Переход к рыночной экономике означает становление и развитие рыночных механизмов регулирования экономики, важнейшим из которых является обращение (рынок) ценных бумаг. Переживаемое российским обществом время кризиса и нестабильности особенно подчеркивает важность, с одной стороны, систематизированных макроэкономических представлений, с другой стороны, конкретных экономических знаний повседневного характера в правильном понимании и практическом применении возможностей фондового рынка, в повышении общей эффективности экономики и в решении ряда важных проблем социального характера. Необходимо полное осознание того факта, что в экономике рыночного типа именно фондовые рынки и ценные бумаги являются основным источником финансирования производительной сферы и государственных нужд. Посредством механизма эмитирования, размещения, оборот от ценных бумаг на вторичных рынках формируется необходимые инвестиционные источники модернизации всех сфер экономики, в которых так остро нуждается сейчас Россия. Международный опыт показывает, что с помощью реально действующего рынка ценных бумаг происходит мобилизация и перераспределение финансовых ресурсов между отраслями, концентрация их наиболее перспективных направлениях научно-технического прогресса.

Целью курсовой работы является изучение особенностей эволюции рынка ценных бумаг, для этого рассматриваются следующие задачи: становление РЦБ в России, регулирование РЦБ, реформирование системы государственного регулирования РЦБ России и перспективы его развития.

В настоящее время одним из наиболее гибких финансовых инструментов является использование ценных бумаг.Ценные бумаги - неизбежный атрибут всякого нормального товарного оборота. Будучи товаром, они сами вместе с тем способны служить как средством кредита, так и средством платежа, эффективно заменяя в этом качестве наличные деньги.Ранее в условиях плановой экономики некоторые виды ценных бумаг использовались в имущественных отношениях (облигации и лотерейные билеты в отношениях с участием граждан, векселя во внешнеторговом обороте). В настоящее время переход к рыночной организации экономики и формирование рынка ценных бумаг потребовали возрождения и использования всего многообразия ценных бумаг. Сейчас в Российской Федерации активно функционируют такие биржи, как ММВБ, РТС1 и РТС2, Санкт-Петербургская Фондовая и Валютная биржа, а также Сибирская, Уральская, Ростовская, Самарская, Нижегородская биржи… Как видно фондовый рынок является неотъемлемой частью рыночной экономики, вследствие чего появилась настоятельная потребность в изучении всего комплекса возможностей, предоставляемого этим рынком, а также в четком правовом оформлении ценных бумаг и их оборота, при отсутствии которого их использование просто невозможно.

**Глава 1 Становление РЦБ в России**

***1.1Формирование РЦБ в царской России***

Рынок ценных бумаг в царской России формировался и развивался около 150 лет (1769-1913 гг.) в тесной связи с эволюцией экономики и политикой страны. Здесь можно выделить три периода.

Первый период - с 1769 г. до конца 50-х гг. XIX в. – время возникно­вения и начала становления рынка ценных бумаг, когда происходило преимущественно обращение государственных ценных бумаг.

Второй период - с 60-х гг. XIX в. по 1897 г. – совпал с завершением денежной реформы (введением “золотой валюты”). Этот период счита­ется важнейшим, так как охватывает интенсивное развитие рынка цен­ных бумаг.

Третий период - с 1897 по 1913 г. (начало первой мировой войны) -соответствует чертам становления “зрелого” рынка ценных бумаг.

В России, как и в других европейских странах, первыми фондовыми ценностями на зарождающемся финансовом рынке выступали государ­ственные ценные бумаги (ГЦБ). До возникновения ГЦБ главными ис­точниками покрытия чрезвычайных расходов государства служили за­имствование средств у государственных кредитных учреждений и эмиссия бумажных денег. Непрерывные войны заставляли правительство искать новые источники финансирования. В 1769 г. (при Екатерине II) впервые появились государственные ценные бумаги в форме облигационного внешнего займа России, который был размещен на голландском рынке через посредника-банкира, исходя из 5% годовых сроком на 10 лет. Затем правительство уже от своего имени выпустило ряд внешних займов пу­тем заключения соглашений с посредниками-банкирами, как правило, гол­ландскими; на их имя были оформлены облигации займов. Это делалось по той причине, что в то время отсутствовали взаимосвязи российского и зарубежного рынков, доверие иностранных инвесторов к России.

Однако основным источником покрытия бюджетного дефицита ос­тавался выпуск бумажных денег. Чрезмерная эмиссия ассигнаций приводила к развитию инфляционного процесса. Обесценение ассигнаций изменяло реальную величину доходов казны. Неустойчивое денежное обращение вредило торговле и кредиту. Правительство по “Плану фи­нансов”, предложенному М. М. Сперанским, приступило к выпуску внутренних процентных долговых обязательств – облигаций долгосроч­ного государственного займа для трансформации части текущего бес­процентного долга в форме ассигнаций.

В манифесте от 2 февраля 1810 г. заявлялось о прекращении эмис­сии ассигнаций и выпуске внутреннего государственного займа для по­гашения бумажно-денежного долга. В мае того же года был выпущен 6%-ный семилетний займ на 100 млн руб. ассигнациями – первый внут­ренний государственный займ России. Займ был реализован лишь на 3,2 млн руб. Причины неудачи заключались в дефиците долгосрочных свободных капиталов и недоверии имущих слоев населения к новой форме государственного кредита.

До проведения первой денежной реформы (1839-1841 гг.) правитель­ство выпустило также долговые процентные бумаги другого вида: “крат­косрочные казначейские обязательства” (первый выпуск – в 1812 г.) и четырехлетние билеты Государственного казначейства-серии (первый выпуск в 1831 г.). Обоим был придан характер бумажных денежных знаков. Они принимались во все казенные платежи. Их выпуск способ­ствовал сокращению сферы применения обесценивающихся ассигнаций. В результате реформы 1839-1843 гг. была установлена система се­ребряного монометаллизма с обращением кредитных билетов – новых бумажных денежных знаков, разменных на серебро и заменивших ассиг­нации. Однако при хроническом дефиците бюджета использование эмис­сии бумажных денег не было прекращено. Правительство непрерывно выпускало кредитные билеты и билеты казначейства (серии). В 1858 г. размен кредитных билетов на серебро был прекращен. “Серебряное обращение” перестало существовать.

Отменив крепостное право, Россия поднялась на новую ступень раз­вития. С учетом улучшения состояния государственного бюджета и уве­личения золотого запаса появилась возможность провести новую де­нежную реформу. Это увенчалось успехом. В 1897 г. была введена “Золотая валюта”. Предел эмиссии кредитных билетов определился в сумме 600 млн руб., которая на 50% покрывалась золотом, на 50% -коммерческими векселями.

В период подготовки и проведения денежной реформы был выпу­щен ряд новых облигационных займов. В частности, банковские биле­ты и казначейские билеты. Они были подобны билетам казначейства (сериям). Но их эмитентом был Государственный банк, а не Министер­ство финансов.

В то время выпускались государственные 4%-ные бессрочные рен­ты в крупном масштабе, что превратило их в основную форму государ­ственных займов. В 1895 г. купоны 4%-ных рент начали свободно обра­щаться в качестве денежных знаков.

В истории ценных бумаг России особое место заняли государствен­ные ценные бумаги железнодорожных займов, представившие собой ин­струмент инвестиционной политики правительства.

Первоначально в железнодорожном деле в качестве инвестора выс­тупало казначейство, используя выпуск правительственных железно­дорожных облигаций. Например, с 1851 по 1893 г. построена линия “Москва-Петербург” на средства, полученные от пяти внешних облига­ционных займов.

Чтобы облегчить финансовое бремя государства, по инициативе Александра II началось применение системы железнодорожных гаран­тий. Ее сущность заключалась в обеспечении правительством доходно­сти капитала в виде ценных бумаг, вложенного в железнодорожные предприятия. Появившиеся в России гарантированные правительством железнодорожные ценные бумаги частных акционерных обществ зна­меновали наступление эпохи интенсивного строительства железных дорог в Российской империи.

Параллельно с обращением государственных ценных бумаг разви­вались ценные бумаги во взаимосвязи с деятельностью хозяйственных субъектов. В первую очередь это относится к **векселям и акциям.**

**В** России первый Вексельный устав был составлен при Петре I по об­разцу Лейпцигского вексельного устава. В XVIII-XIX вв., как отмеча­лось ранее, он неоднократно подвергался переработке. В 1902 г. был утвержден новый вексельный устав. Он представлял собой значительное достижение по сравнению с предшествующими вексельными уставами, созданными по иностранным образцам. По мере развития банковской системы России расширялось кредитование хозяйства под залог вексе­лей и в форме их учета.

Активизация обращения векселей в начале XX в. объяснялась ут­верждением капиталистических отношений как в промышленности, сельском хозяйстве, так и в торговле.

После отмены крепостного права шел ускоренный процесс создания акционерных обществ, что обусловило рост значения акций на рынке.

Акционерные общества в России возникли еще в дореформенное вре­мя. К 1861 г. в России было 120 акционерных обществ с капиталами в раз­мере 100 млн руб., в том числе 35 млн руб. – в промышленности. К 1881 г. число акционерных обществ увеличилось до 635, а капиталы – до 840 млн руб. Крупные акционерные капиталы и облигационные займы железно­дорожных акционерных обществ имели правительственную гарантию и относились к сфере производительного государственного кредита.

Во время экономического подъема 90-х гг. XIX в. число акционер­ных обществ удвоилось. Их капиталы достигли 2,4 млрд руб., в том числе капиталы акционерных обществ в промышленности увеличились в 3 раза и составили 1,5 млрд руб. К 1914 г. 2235 акционерных обществ имели капиталы в сумме 4,7 млрд руб. Из них на долю 1621 промыш­ленного акционерного общества приходилось 3,2 млрд руб.

Акционерные общества дореволюционной России занимали веду­щее положение в фабрично-заводской промышленности. На них про­изводилось 60% промышленной продукции.

Для ограждения интересов мелких капиталистов и населения в Рос­сии, в отличие от Запада, устанавливалось предельное число голосов, которые мог иметь один акционер на общем собрании акционерного общества. Акционерные общества формировались в России на прин­ципах более демократичных, чем в других странах.

С 1810 г., когда Россия выпустила первый внутренний государствен­ный займ, началась история формирования ее фондового рынка. Это проявилось прежде всего в возникновении **бирж,** на которых обраща­лись ценные бумаги.

В России первая товарная и вексельная биржа была официально от­крыта в 1703 г. по инициативе Петра I. Большинство бирж было органи­зовано во второй половине XIX в. В 1914 г. их было 115. Главной была Санкт-Петербургская биржа, которая имела товарный и фондовый от­делы. На ней котировались 312 различных видов акций на 2 млрд руб., а также облигации государственных и гарантированных государством зай­мов. Главную роль на бирже играли крупнейшие петербургские банки.

В качестве представительных постоянных выборных органов при биржах стали создаваться биржевые комитеты. Первый биржевой ко­митет возник при Петербургской бирже в 1816 г. Московский бирже­вой комитет возник в 1832 г. В 1831 г. было утверждено Положение о биржевых комитетах и биржевых маклерах.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг началось в XVIII в. В 1769 г. в России был образован комитет, уполномоченный для проведения денежных негоциации в иностранных землях, который отвечал за ведение всех дел по внешним займам.

В 1810 г. была утверждена Комиссия погашения государственного Долга. На основе ее Устава (1817 г.) была учреждена Государственная долговая книга. Это явилось важным шагом в документировании госу­дарственного долга. Почти все выпущенные в России и за границей го­сударственные займы были занесены в долговую книгу.

Усиление государственного регулирования фондового рынка осу­ществлялось в течение 1900-1914 гг., т.е. в период наивысшего подъема биржевого дела в стране.

К началу XX в. уже сложился биржевой механизм и проводились до­вольно крупные операции с ценными бумагами. Особое место на фондо­вом рынке России занимал Фондовый отдел Санкт-Петербургской бир­жи. Отдел был образован как акционерное общество закрытого типа и подчинялся канцелярии по кредитной части Министерства финансов.

В 1901 г. Правительство России приняло “Правила для Фондового отдела при Санкт-Петербургской бирже”. Эти правила знаменовали со­бой начало проведения крупной биржевой реформы. Предполагалось, что в последующие годы аналогичные отделы будут созданы и на дру­гих биржах, где активно развивалась торговля ценными бумагами.

Биржевая реформа включала создание Совета фондового отдела Санкт-Петербурской биржи. При допуске облигаций и акций к обращению на бирже Совет фон­дового отдела руководствовался “Правилами о допущении бумаг к ко­тировке на Фондовом отделе Санкт-Петербургской биржи”, утвержден­ными Министерством финансов 5 сентября 1902 г. В годы промышленного подъема (1909-1913 гг.) Санкт-Петербургс­кая биржа превратилась в место торговли главным образом дивиденд­ными бумагами (акциями). Что касается остальных бирж – операции с ценными бумагами имели ограниченное значение. На Московской бир­же размещались разного рода облигации, на Варшавской, Киевской, Одесской и Рижской биржах – акции местных предприятий и т.д. Следует учесть, что на биржах совершались отнюдь не все операции с ценными бумагами. Значительный по объему внебиржевой оборот формировался в результате операций с ценными бумагами, которые производили различные кредитные учреждения, прежде всего банки.

Банки выдавали ссуды под ценные бумаги, котируемые на бирже, по ним должна быть установлена рыночная цена. Такой кредит имел пгоомное значение. Он облегчал размещение ценных бумаг, можно было купить большое количество бумаг. Такой кредит задерживал падение курсов, так как давал возможность владельцам ценных бумаг не про­давать их во время спада цен, а дожидаться более благоприятной ситуации. Создавался своеобразный тип “твердого держателя” – владеющих пенными бумагами с помощью банковского кредита. Прямым следстви­ем развития кредита под залог ценных бумаг, а также формирования собственных портфелей ценных бумаг была концентрация в банках ог­ромных пакетов акций. Государственное регулирование фондовой деятельности было важ­но и целесообразно для эффективного развития фондовых бирж, осо­бенно в стадии формирования рынка ценных бумаг.

***1.2 Ценные бумаги в условиях СССР***

После октябрьских событий с декретом Совета Народных Комиссаров (СНК) РСФСР от 23 декабря 1917г. все операции с ценными бумагами на территории страны были запрещены. Были аннулированы и облигации внутренних и внешних государственных займов. Это, с одной стороны, освободило страну от платежей по государственному долгу; с другой стороны - привело к отказу от исторического опыта использования ценных бумаг, разрушило фундамент международного кредита и торговых отношений между Россией и западными державами. В процессе национализации прекратили существование акционерные общества. Их акции и облигации утратили юридическую силу. В результате корпоративные ценные бумаги также были выведены из экономического оборота. Рынок ценных бумаг прекратил свое существование на территории Советской России.

После окончание гражданской войны страна приступила к восстановлению народного хозяйства, проводя новую экономическую политику (НЭП).

В целях максимального привлечения свободных средств для восстановления экономики правительство попыталось перейти к активному использованию ценных бумаг на новых политических и экономических условиях. В течение 1922-1927гг. были выпущены самые разнообразные займы с различными сроками, доходностью, формами выплаты дохода, способами размещения и т.д.

Держатели облигаций займов имели ряд дополнительных льгот: можно было получать ссуды банков под залог облигаций, использовать облигации при плате налогов. Это обеспечивало высокую ликвидность государственных ценных бумаг.

Что касается внешних займов, то иностранные державы соглашались предоставить финансовую помощь только при признании дореволюционных догов. Правительство вело переговоры в этом отношении, но положительных результатов не было.

Выпуск государственных ценных бумаг имел существенное значение для преодоления бюджетного дефицита. К концу восстановительного периода государственных бюджет сводился к положительным сальдо.

Значение государственных ценных бумаг не ограничивалось покрытием бюджетного дефицита. Они были использованы при проведении денежной реформы в 1922-1924гг. Например, в 1923г. был выпущен гарантированный правительством краткосрочный займ Наркомата путей сообщения в форме транспортных сертификатов на сумму 24 млн. руб. золотом сроком от 9 месяцев до 1 года. Номинал облигации определялся в 5 рублей золотом. Сертификаты были предназначены для покрытия расходов железных дорог и для оплаты транспортных услуг. Они стали играть заметную роль в денежном обращении, т.к. в то же время параллельно были введены две валюты - советские знаки и твердые червонцы большого достоинства.

Новая экономическая политика открыла дорогу развитию других элементов рынка ценных бумаг. Восстанавливается вексельное обращение и акционирование.

Появились акционерные общества. Они стали создаваться в 20-х годах и представляли тогда одну из форм управления промышленностью, торговлей и банками при совместном участии в управлении нескольких хозяйственных организаций.

В июле 1921г. открылась первая советская биржа. Фондовые отделы при товарных биржах могли заниматься торговлей: инвалютой, банкнотами, советскими государственными ценными бумагами, акциями и паями, металлическими слитками.

В течение 1922-1924гг. фондовые отделы главным образом заключали сделки с валютой, червонцами - в связи с денежной реформой. К котировке на официальных фондовых отделах были допущены только платежные обязательства, выпущенные Наркомфином в 1923г., и облигации первого шестипроцентного выигрышного займа.

К концу 1924г. вместо официальной неизменной цены государственные ценные бумаги стали размещаться по рыночному курсу. Масштаб выпуска займов сокращался.

Начиная с 1927г. страна вступила в стадию индустриализации. Правительство изменило курс на развитие рынка ценных бумаг.

Начиная с 1927г. государственные предприятия были обязаны помещать все запасные и резервные средства в государственные ценные бумаги. Кооперативные и акционерные (паевые) общества в приобретаемые государственные ценные бумаги должны были вкладывать 60 % резервных средств. Состав кредиторов государства расширился до всех юридических лиц.

Изменяется структура облигаций государственных займов по срокам. Более 94 % государственных займов приходилось на долю долгосрочных облигаций.

По мере "укрепления" планового управления экономикой в 1930г. были закрыты фондовые отделы бирж. Операции с ценными бумагами проводились снова по твердому официальному курсу, без учета реального состояния рынка. Обращение облигаций - покупка, продажа и залог - было запрещено.

Отказ от принципов новой экономической политики повлиял на использование ценных бумаг предприятий - векселей и акций. С 1929-1930 гг. акционерные общества стали заменяться формами государственных предприятий. Только после окончания второй мировой войны в некоторых странах народной демократии Советским Союзом и правительствами этих стран совместно на паритетных началах были организованы акционерные общества с целью развития важных промышленных отраслей. С достижение цели совместные акционерные общества были ликвидированы, а доля собственности СССР была передана на льготных условиях заинтересованным правительствам.

Недолго просуществовало и вексельное обращение. В 1937г. на территории СССР было введено в действие основанное на женевских вексельных конвенциях 1930г. Положение о простом и переводном векселе. Однако вексель использовался только в расчетных и кредитных отношениях, возникших в сфере экономического сотрудничества СССР с капиталистическими странами. Во внутреннем же обороте СССР вексельное обращение было ликвидировано еще в 1930 г. в связи с переходом к системе прямого целевого банковского кредитования народного хозяйства.

Великая Отечественная война потребовала огромных финансовых ресурсов. Государственные займы служили одним из существенных источников средств для финансирования военных расходов. В течение 1942-1945гг. было выпущено четыре "военных займа" на общую сумму 72 млрд. руб. сроком на 20 лет исходя из 4 % годовых.

После окончания войны был утвержден четвертый пятилетний план - план восстановления и развития народного хозяйства СССР на 1945-1950гг. Была необходима конверсия всех займов.

В 1948г выпущен новый конверсионный займ - государственный двухпроцентный займ для обмена облигаций займов, выпущенных до 1947г. (кроме выигрышного займа 1938г., часть которого обменивалось на наличность, часть - на облигации трехпроцентного внутреннего выигрышного займа 1947г).

Обмен облигаций займов проводился сберегательными кассами на предприятиях, в учреждениях и колхозах в пределах определенного периода. После конверсии объем долга сократился в несколько раз, уменьшились платежи по займам.

С 1946 по 1957г. было выпущено пять займов восстановления и развития народного хозяйства СССР и 7 займов развития народного хозяйства (выпуска 1951-1957 гг.). Все они были выпущены сроком на 20 лет. Доход выплачивался только в виде выигрышей. Кроме того, еще два займа были выпущены сроком на 25 лет: внутренний выигрышный займ 1947 г. и четырехпроцентный внутренний выигрышный займ 1947г.

Возникла ситуация, когда текущие расходы по обслуживанию государственных займов стали превышать поступления от размещения новых облигаций. Поэтому в 1957 г. ЦК КПСС и Совет Министров СССР приняли постановление "О государственных займах, размещаемых по подписке среди трудящихся Советского Союза", согласно которому в основном прекратился дальнейший выпуск новых займов, было отсрочено погашение ранее выпущенных займов на 20 лет и перестали проводится выигрышные тиражи.

В дальнейшем ценные бумаги почти вышли из народохозяйственного оборота СССР. С этого практически нулевого состояния начинается возрождение рынка ценных бумаг.

***1.3 Этапы формирования российского рынка ценных бумаг***

**Ι**. **1992-1994гг.**

 Старт рынка в 1990-1992 гг. - это смесь идей, людей, первых рыночных институтов с громкими именами. Это было время "международных" и "центральных" бирж. Известны случаи, когда утром на площадке велись биржевые торги, а вечером там начиналась дискотека. Одна из "московских центральных" бирж находилась в староарбатской коммунальной квартире с продавленными диванами, сохранившимися от старых хозяев. Уже в 1993-1994 гг. в России официально существовали более 60 фондовых и товарно-фондовых бирж, фондовых отделов товарных бирж - более 40% их мирового количества (вслед за 700 товарными биржами, учрежденными в 1990-1991 гг.). Повсеместная скупка ваучеров (с 1992 г.), массовые суррогаты и предъявительские ценные бумаги (все бесследно исчезли из обращения), финансовые пирамиды и их крахи делали биржи "уличными" (ЦРУБ). Статистический годовой оборот всех фондовых бирж не превышал нескольких миллионов долларов США. Их неликвидность и нежизнеспособность привели к тому, что с 1992 г. начались эксперименты бирж с деривативами. К октябрю 1994 г. было зарегистрировано более 2700 инвестиционных институтов - финансовых брокеров, инвестиционных консультантов и ИК (за год их количество увеличилось в 2,7 раза), более 3000 страховых компаний (рост - в 30 раз с октября 2003 г.), создано на волне приватизации более 660 инвестиционных фондов (абсолютное большинство с конца 1990-х гг. перестали существовать), несколько десятков НПФ. Выжили немногие.

 Вместе с тем в эти годы был дан старт тем институтам и сегментам фондового рынка, которые стали в дальнейшем его профессиональной основой. В 1992 г. создана ММВБ, стартовавшая валютными аукционами, с 1993 г. - рынком ГКО, основанным на зарубежных аналогах и не уступающим им (организация, информационные технологии). В 1993-1994 гг. был запущен международный проект, которому суждено было стать РТС. Рынок государственных ценных бумаг составлял 6-7 млрд долл. (рыночная стоимость), формируя профессиональную структуру фондового рынка.

**ΙΙ. 1995-1998гг.**

    В эти годы в России утвердилась современная инфраструктура фондового рынка (ММВБ + РТС как национальные системы со связанной с ними депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктурой). Сложилась смешанная модель рынка (универсальные коммерческие и инвестиционные банки как равные участники). Утвердилась двойственная система регулирования на основе зарубежных аналогов (скрещение модели США (комиссия по ценным бумагам + СРО) и модели центрального банка - регулятора). Быстро вырос сегмент АДР на российские акции (Нью-Йорк, Берлин), стартовали корпоративные еврооблигации. Риски деривативов привели к прекращению всех крупных бирж, учрежденных в 1992-1994 гг. (РТСБ/Российская биржа, МЦФБ, МТБ и др.). В российские финансовые активы вошли глобальные инвесторы (более 90% оборотов РТС и более 30% вложений в ГКО через ММВБ к моменту кризиса формировали нерезиденты).  
    В ответ на кризис неплатежей и политику низкой монетизации возник уникальный сегмент - объемный вексельный рынок, который начал наполнять оборот суррогатами денег, становясь при этом прототипом рынка коммерческих бумаг/секьюритизированного краткосрочного долга реального сектора.  
    С 1995 г. (начало разогрева рынка) до осени 1997 г. (пик, затем азиатский кризис) рынок быстро наращивал обороты, постоянно увеличивалось число инвестиционных институтов, расширялся круг обращающихся ценных бумаг (более 300 эмитентов).  При этом год от года нарастал кризисный потенциал. В 1990-е гг. на российском рынке ценных бумаг достигнуто одно из самых высоких в мире значений рыночного риска, в 1995-2000 гг. коэффициент вариации составлял более 50%. Рынок попал в типичную ловушку для emerging markets Латинской Америки и Азии.

Дело в том, что формула финансовой политики в 1995-1998 гг. была следующей: "низкая монетизация + растущий госдолг, рост доли государства во внутреннем кредите + высокая инфляция + + сверхвысокий процент + сверхвысокие налоги при дефиците бюджета + фиксированный валютный курс, ограничивающий экспорт товаров и стимулирующий приток "горячих денег" под сверхвысокую доходность + либерализация счета капиталов для спекулятивных иностранных инвесторов". Множеством финансовых кризисов показано, что все это делает внутренний рынок подверженным потокам "горячих денег", зависимым от нерезидентов, стремящихся к сверхдоходности, крайне волатильным, манипулятивным и олигополистическим, подверженным спекулятивным атакам и паническим реакциям бегства капиталов. В 1995-1998 гг. российский рынок открылся для нерезидентов (рынок акций РТС с расчетами в долларах США за границей + свободный вход-выход нерезидентов на рынок ГКО с конвертацией капиталов из валюты в рубли и наоборот (1997-1998 гг.) + возникающий рынок АДР/ГДР). Рынок был (и остается) сильно коррелированным с рынками Латинской Америки, демонстрировал экстремальную волатильность, одну из самых высоких в мире.   
    Поэтому после первого удара (азиатского кризиса октября 2007 г. с "финансовой инфекцией", переданной на большинство формирующихся рынков) российский финансовый рынок попал в кризисные экстремумы весны-лета 2008 г., соединившие низкие цены на нефть, бегство нерезидентов из акций и кризис государственного долга с массовым выходом иностранцев из ГКО. Как это много раз происходило в Латинской Америке и Азии, острая фаза кризиса была связана с бегством капиталов из страны и валютными долгами банковского сектора и, как следствие, с нарастающей невозможностью покрыть требования на обмен валюты по фиксированному курсу (с конечной девальвацией валюты, вспышкой инфляции и ростом цен).   
    Как и на других рынках Азии и Латинской Америки, одной из причин кризиса стал механизм квазииностранных инвестиций под сверхвысокую доходность, при котором банки-резиденты во все большем размере заимствовали валюту за рубежом, конвертируя ее в национальную валюту и вкладывая ее под высокий процент на внутреннем рынке, прежде всего в ГКО, обращая ее затем (после погашения рублевых обязательств) в иностранную валюту и погашая свои долги перед иностранными кредиторами, фиксируя сверхвысокую доходность на внутреннем рынке. При девальвации валюты тяжесть таких обязательств неизмеримо возрастает (при том, что одновременно в активах балансов банков образовались "черные дыры" инвестиций в ГКО и акций). Банковская/платежная системы были поставлены на грань коллапса (неликвидность и банковская паника).   
    Спасение пришло из центрального банка (поддержание ликвидности банков), затем с октября-ноября 1998 г. - от роста экспорта (в связи с девальвацией) и цен на нефть, газ и другое экспортное сырье.

**ΙΙΙ. 1999-2007гг.**

    После кризиса осени 1997 - лета 1998 г. были сохранены и продолжали развиваться две национальные торговые системы - ММВБ и РТС. Выжили наиболее крупные и успешные игроки, устояла и была укрупнена инфраструктура российского фондового рынка (примерно 110 регистраторов, более 100 депозитариев на конец 1999 г.). Кризис содействовал "естественному отбору" (30-50% профессиональных участников, до 80-90% лицензий прекратили существование). Дешевизна финансовых активов, при том что сырьевая экономика России стала выглядеть перспективной на фоне растущих цен на сырье, начиная с конца 1998 г. привела к очередному повороту потоков "горячих денег" нерезидентов, но уже в пользу отечественного рынка. Несмотря на обрушение в США "мыльного пузыря" "новой экономики" в 2000-2001 гг. с последующим падением большинства развитых и формирующихся рынков (2002 - середина 2003 г.), а также на финансовые кризисы в Аргентине и Турции в 2000-2002 гг., российский фондовый рынок динамично рос, демонстрируя при этом сверхвысокую волатильность. Начиная с 2003 г. линия роста (табл. 2) была поддержана повышательной тенденцией международных рынков, наряду с укреплением внутреннего спроса на финансовые активы, связанным с потоком нефтяных денег в экономику России (рост монетизации, резкое сокращение доли государства во внутреннем кредите, расширение финансирования внутренней экономики при диверсификации финансовых инструментов).  
    Крупным качественным изменением рынка стала его диверсификация:  
    - функциональная: рынок, сохранив свои спекулятивные свойства, стал выполнять инвестиционную функцию (рост объемов, удлинение сроков и удешевление корпоративных облигаций, первые IPO, попытки финансировать высокотехнологичные компании через специальные сегменты), функцию оценки бизнеса и перераспределения прав собственности (реструктурирование и выход компаний на рынок для управления капитализацией, развитие рынка слияний и поглощений, резкое расширение прямых иностранных инвестиций, внедрение корпоративного управления, МСФО и раскрытия информации по международным стандартам, расширение практики кредитных рейтингов), функцию управления рисками (через растущие срочные рынки РТС и ММВБ);  
    - продуктовая: возникновение сегментов корпоративных облигаций, ипотечных ценных бумаг, паев инвестиционных фондов, обращающихся на бирже, структурированных финансовых продуктов, опционов менеджеров, в будущем - российских депозитарных расписок и др.); возникновение двойного IPO (Лондон - Москва);

- институциональная: становление отрасли институциональных инвесторов (страховых компаний, пенсионных и инвестиционных фондов, фондов целевого капитала благотворительных организаций, связанных с ними управляющих компаний); формирование сегмента полносервисных инвестиционных банков и связанных с ними финансовых групп; создание системы ипотечного финансирования; структуризация рынка андеррайтинга и финансового консультирования эмиссий; консолидация фондовых бирж в две национальные сети (группы ММВБ и РТС), изменение концепции биржи (вместо некоммерческой организации - акционерное общество, ориентированное на прибыль); создание мегарегулятора в 2005-2007 гг. (оставшееся незавершенным); массовый выход на рынок компаний средней капитализации (облигации, отдельные IPO); появление нескольких сот тысяч розничных инвесторов, активно управляющих своими портфелями на публичном рынке);

- технологическая: введение в 1999 г. интернет-трейдинга, создавшего массовый рынок мелких спекулянтов и арбитражеров; распространение систем электронного документооборота/банкинга; диверсификация технологий торговли и инфраструктурных услуг в автоматических биржевых циклах.  
    Количественная динамика развития фондового рынка в 1999-2006 гг. представлена в табл. 2. В 1998-2006 гг. примерно в 30 раз выросли значения фондовых индексов, почти в 40 раз - обороты рынка акций, восстановились рынки государственных и муниципальных ценных бумаг, заново создан сегмент корпоративных облигаций. В 2005-2006 гг. обороты ММВБ и РТС превысили обороты на АДР на российские акции (в конце 1990-х - 2004 гг. зарубежные рынки на российские АДР (Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт - Берлин, Вена) существенно превосходили по своим оборотам российские, что ставило под сомнение конкурентоспособность внутреннего рынка, вызывало утечку торговой активности за рубеж).

Таблица 1. Динамика ключевых показателей рынка ценных бумаг России

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **1995г.** | **1997г.** | **1998г.** |
| Динамика рынка акций(индекс РТС, значение закрытия), % на конец года | 100(1сентября) | 572(исторический максимум-6 октября) | 58,9 |
| Капитализация рынков акций (РТС), млрд.долл. | 2,7(1сентября) | 134,2(6октября) | 11,0 |
| Объем торгов акциями в год, млрд.долл.(ММВБ+РТС) | 0,2(сентябрь-декабрь) | 25,4 | 11,0 |
| Долговые обязательства Правительства РФ | 6,4 | 85,8 | 27,4 |
| Корпоративные облигации | 0,1 | 0,3 | 0,1 |
| Векселя непогашенные(балансовая оценка) | 11,8(1996) | 17,4 | 6,4 |
| Количество брокерско-дилерских компаний (данные ФКЦБ России) на конец месяца, шт. | 3 176(апрель) | 5 045(апрель) | 1 628(июнь 1999) |
| Количество кредитных организаций, имеющих право на осуществление банковских операций (данные Банка России), на конец года, шт. | 2 295 | 1 697 | 1 572 |
| Фондовые биржи и организованные внебиржевые рынки, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт. | 2 (Москва) | 3 (Москва) | 3 (Москва) |

Таблица 2. Развитие фондового рынка России в 1999-2006 гг.

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **Показатель** | **1998г.** | **1999г.** | **2003г.** | | **2006г.** | |
| Динамика рынка акций(индекс РТС, значение закрытия), % на конец года (01.09.95-100%) | 58,9 | 175,2 | 567,3 | | 1921,9 | |
| Объем торгов акциями в год (ММВБ+РТС), млрд.долл. | 11,0 | 5,5 | 76,3 | | 582,8 | |
| Объем торгов корпоративными облигациями (ММВБ), млрд.долл. | 0,14 | 0,5 | 10,8 | | 156,1 | |
| Объем торгов долговыми обязательствами Правительства РФ и ЦБР (ММВБ), млрд.долл. | 70,0 | 4,5 | 12,5 | | 41,6 | |
| Объем торгов долговыми обязательствами субъектов РФ и муниципальных образований (ММВБ), млрд.долл | 0,1 | 0,0 | 5,4 | | 21,7 | |
| Брокеры-дилеры-участники торгов ММВБ (секция фондового рынка), на конец года,шт. | 317 | 372 | 517 | | 546(начало года) | |
| Брокеры-дилеры-участники торгов РТС (классический рынок), на конец года, шт. | 91 | 141 | 172 | | 172 | |
| Паевые фонды | 18 | 26 | 149 | | 619 | |
| Количество управляющих компаний | 11 | 13 | 56 | | 183 | |
| Количество фондовых бирж и организованных внебиржевых рынков, на которых концентрируется более 90% объема торгов, шт. | 2 | 2 | | 2 | | 2 |

[Задача развития рынка ценных бумаг всегда стояла в центре внимания Правительства Российской Федерации, как одна из приоритетных в комплексе мер государственной экономической политики. С 2006 года развитие рынка ценных бумаг и деятельность ФСФР России осуществляется в рамках Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на 2006-2008 годы, утвержденной распоряжением Правительства Российской Федерации № 793-р от 1 июня 2006 года (далее – Стратегия). С принятием Стратегии были сформулированы среднесрочные рамки модернизации институтов и инструментов российского финансового рынка в условиях нарастания процессов глобализации мировой финансовой системы, роста интернационализации рынков ценных бумаг, трансграничных инвестиционных сделок и усиления конкуренции крупнейших мировых финансовых центров.] К началу 2008 года указанные тенденции приобрели особую остроту. Это наглядно проявляется на фоне ухудшения конъюнктуры мирового финансового рынка, обострения кризисных процессов, актуализации вопросов стратегического развития мировых финансовых центров, их экспансии в страны с развивающимися экономиками. Сложившаяся ситуация на мировых финансовых рынках, а также рост интереса международных финансовых институтов и фондовых бирж к российскому фондовому рынку требуют скорейшего завершения работ по реализации Стратегии, закрепления достигнутых в ходе реализации Стратегии результатов, критического переосмысления отдельных ее положений и формулирования среднесрочных на 2008-2012 годы и долгосрочных до 2020 года мер по совершенствованию регулирования и развитию рынка ценных бумаг в Российской Федерации.

В настоящее время уровень развития российского рынка ценных бумаг, сложившаяся нормативно-правовая база регулирования этого рынка, а также достигнутый уровень его развития позволяют сделать вывод о наличии возможностей качественного повышения конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг и формирования на его основе самостоятельного мирового финансового центра.

Согласно разворачивающимся в мире тенденциям число стран, где могут сохраниться и продолжать функционировать полноценные рынки ценных бумаг, постепенно сокращается. Есть основания полагать, что уже в ближайшее десятилетие сохраняющиеся немногочисленные национальные финансовые рынки будут приобретать форму мировых финансовых центров, а их наличие в той или иной стране будет одним из важнейших признаков конкурентоспособности экономик таких стран, роста их влияния в мире, обязательным условием их экономического, а значит и политического суверенитета. Поэтому обеспечение долгосрочной конкурентоспособности российского финансового рынка, формирование в России мирового финансового центра не может рассматриваться как сугубо «отраслевая» или «ведомственная» задача. Решение этой задачи должно стать важнейшим приоритетом долгосрочной экономической политики России.

Опорными элементами конкурентоспособности финансового рынка являются: капитализированная консолидированная финансовая инфраструктура; ёмкость финансового рынка, обеспечивающая растущие спрос и предложение инвестиционных ресурсов; прозрачность рыночных сделок и поведения участников рынка, способствующая минимизации инвестиционных рисков; высокая степень управляемости рынка, предполагающая сочетание добровольно соблюдаемых участниками рынка правил и норм добросовестной практики и эффективное государственное регулирование и правоприменение; спланированный на долгосрочную перспективу и активно поддерживаемый позитивный имидж финансового рынка среди отечественных и международных инвесторов и эмитентов.

В соответствии с указанными элементами конкурентоспособности финансового рынка ФСФР России предлагает двенадцать приоритетных задач, решение которых нацелено на долгосрочное развитие российского финансового рынка и формирование в России одного из мировых финансовых центров:

* консолидация и повышение капитализации российской финансовой инфраструктуры;
* формирование благоприятного налогового климата для участников рынка ценных бумаг;
* снижение административных барьеров и упрощение процедур государственной регистрации выпусков ценных бумаг;
* создание широких возможностей для секьюритизации активов и эмиссии новых финансовых инструментов;
* расширение спектра производных финансовых инструментов и развитие срочного рынка;
* внедрение механизмов, обеспечивающих широкое участие розничных инвесторов на финансовом рынке и защиту их инвестиций;
* развитие коллективных инвестиций;
* обеспечение эффективной системы раскрытия информации на рынке ценных бумаг;
* развитие и совершенствование корпоративного управления;
* предупреждение и пресечение недобросовестной деятельности на финансовом рынке;
* совершенствование регулирования на финансовом рынке;
* формирование и продвижение положительного имиджа российского финансового рынка.

Указанные задачи могут быть решены в ходе реализации комплекса среднесрочных на период 2008-2012 годы и долгосрочных на период до 2020 года мер, перечень которых содержится в предлагаемом докладе. Доклад подготовлен в соответствии с планом заседаний Правительства Российской Федерации на первое полугодие 2008 года и содержит предложения по реализации приоритетных направлений развития финансового рынка, предусмотренных проектом Концепции социально-экономического развития Российской Федерации до 2020 года.

**Глава 2 Регулирование РЦБ**

***2.1 Понятие и цели регулирования***

***Регулирование рынка ценных бумаг (р.ц.б.)*** - это упорядочение деятельности на нём всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.

Регулирование р.ц.б. охватывает всех его участников:

-эмитентов

-инвесторов

-профессиональных фондовых посредников

-организаций инфраструктуры рынка

Регулирование участников рынка может быть внешним и внутренним.

***Внешнее регулирование*** - это подчинённость деятельности данной организации нормативным актам государства, других организаций, международным соглашениям.

***Внутреннее регулирование*** - это подчинённость деятельности данной организации её собственным нормативным документам: уставу, правилам и другим внутренним нормативным документам, определяющим деятельность этой организации в целом, её подразделений и её работников.

Регулирование р.ц.б. охватывает все виды деятельности и все виды операций на нём:

эмиссионные;

посреднические;

инвестиционные;

спекулятивные;

залоговые;

трастовые и т.п.

Регулирование р.ц.б. осуществляется органами или организациями, уполномоченными на выполнение функций регулирования. С этих позиций различают: государственное регулирование рынка, осуществляемое государственными органами, в компетенцию которых входит выполнение тех или иных функций регулирования; регулирование со стороны профессиональных участников р.ц.б., или саморегулирование рынка; процесс этот в данный момент развивается двояко. С одной стороны, государство может передавать часть своих функций по регулированию рынка уполномоченным или отобранным им организациям профессиональных участников р.ц.б. С другой стороны, последние могут сами договориться о том, что созданная ими организация получает некие права регулирования по отношению ко всем участникам данной организации; общественное регулирование, или регулирование через общественное мнение; конечном счёте именно реакция широких слоёв общества в целом на какие-то действия на рынке ценных бумаг является первопричиной, по которой начинаются те или иные регулятивные действия государства или профессионалов рынка.

***Регулирование рынка ценных бумаг обычно имеет следующие цели:***

поддержка порядка на рынке, создание нормальных условий для работы всех участников рынка;

защита участников рынка от недобросовестности и мошенничества отдельных лиц или организаций, от преступных организаций;

обеспечение свободного и открытого процесса ценообразования на ценные бумаги на основе спроса и предложения;

создание эффективного рынка, на котором всегда имеются стимулы для предпринимательской деятельности, и на котором каждый риск адекватно вознаграждается;

в определённых случаях создание новых рынков, поддержка необходимых обществу рынков и рыночных структур, рыночных начинаний и нововведений и т.п.;

воздействие на рынок с целью достижения каких-то общественных целей (например, для повышение темпов роста экономики, снижения уровня безработицы и т.д.).

***Процесс регулирования на рынке ценных бумаг включает:***

создание нормативной базы функционирования рынка, т.е. разработка законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов, которые ставят функционирование рынка на общепризнанную и всеми соблюдаемую основу;

отбор профессиональных участников рынка; современный р.ц.б., как, пожалуй, и любой другой рынок, невозможен без профессиональных посредников. Однако не любое лицо или не любая организация могут занять место такого посредника. Чтобы это сделать, необходимо удовлетворить определённым требованиям по знаниям, опыту и капиталу, которые устанавливаются уполномоченными на это регулирующими организациями или органами;

контроль за соблюдением выполнения всеми участниками рынка норм и правил функционирования рынка; этот контроль выполняется соответствующими контрольными органами;

систему санкций за отклонение от норм и правил, установленных на рынке; такими санкциями могут быть: устные и письменные предупреждения, штрафы, уголовные наказания, исключение из рядов участников рынка.

## *2.2 Государственное регулирование рынка ценных бумаг в условиях финансового кризиса*

2008 г. характеризует новый этап в функционировании российского фондового рынка. Полномасштабный кризис, стартовавший как кризис ликвидности в США, постепенно "инфицировал" экономики практически всего мира, в том числе и России. Его влияние на фондовый рынок выразилось, в первую очередь, в обвальном падении котировок по всем рыночным инструментам, снижении ведущих российских индексов, вызванных массовым "сходом" с российского рынка иностранного капитала.

Данные свидетельствуют о том, что уже в июне 2008 наблюдалась тенденция снижения значений по двум ведущим российским индексам - ММВБ и РТС. Основная причина сложившейся ситуации видится в наблюдении так называемого "схлопывания пузыря", формировавшегося на фондовом рынке России в последние несколько лет.

В России в последние годы сложилась модель фондового рынка, характеризующая значительную корреляцию индексов и стоимости нефти. Триумфальный рост нефтяных котировок, большое количество иностранных спекулянтов со значительными капиталами, а также избрание эмитентами в качестве ключевого ориентира значения показателя капитализации компании - эти и другие факторы вызвали бурный рост на фондовом рынке. При этом необходимо иметь в виду, что высокий уровень капитализации характерен для рынка с низким уровнем free-float (доли акций, находящихся в свободном обращении).

Кроме того, выходившая из-под контроля инфляция, снижение темпов экономического роста, а также ряд скандалов летом 2008 г., военные действия на Кавказе - все эти события стали также катализаторами вывода активов иностранными инвесторами из страны. По некоторым данным, отток капитала только за сентябрь - октябрь 2008 г. составил порядка 84,3 млрд долл. В условиях нараставшего кризиса ликвидности отток капитала с рынка ценных бумаг может означать только одно - значительное снижение котировок по ценным бумагам, вызванное обвальным предложением по продаже бумаг и отсутствием спроса на их покупку. Таким образом, российский фондовый рынок начал движение вниз еще до падения ведущих мировых индексов.

В этой связи особый интерес представляют действия органов регулирования и контроля в период наиболее значительного падения рынка ценных бумаг России - осенью 2008г. Действия органов власти носили отчасти хаотичный, отчасти парадоксальный характер.

Так, осенью 2008 г. в разгар паники на российском рынке наблюдалась многократная остановка торгов всеми ценными бумагами, как правило, до особого распоряжения ФСФР, с сентября по ноябрь торги приостанавливались или не проводились совсем 29 раз. В результате более других пострадали участники рынка, использовавшие кредитные ресурсы для совершения маржинальных сделок. ФСФР в связи с этим ввела запрет на короткие продажи на российском рынке, который действовал до конца 2008 г. Кроме того, ФСФР неоднократно меняла параметры остановки торгов на российских биржах. Одновременно с этим проводилась достаточно рискованная политика по плавной девальвации рубля. Затягивание процесса коррекции обменного курса вело к усилению девальвационных ожиданий и, соответственно, усилению тенденции оттока капитала из страны.

Попытки ФСФР "охладить пыл" инвесторов не ограничивались приостановкой торгов. Государство в какой-то мере попыталось поддержать биржевые индексы, но быстро отказалось от этой затеи. В сложившихся условиях подобные попытки означали бы только одно: помощь бегущим из страны инвесторам в получении больших сумм за продаваемые ими ценные бумаги.

Наиболее спорным вопросом регулирования фондового рынка осенью 2008 г. стали меры прямого финансирования в размере 500 млрд руб. для поддержки фондового рынка. Мнения экономистов оказались практически едиными относительно данной меры - фондовый рынок не нуждается в финансовых вливаниях, а при их проведении эффективность использования бюджетных средств стремится к нулю.

Действительно, меры по стабилизации, несмотря на их теоретическую обоснованность, на практике не дают ожидаемого эффекта. Возможно, в краткосрочном периоде меры прямых бюджетных вливаний способны дать эффект путем стабилизации фондовых индексов. Но в долгосрочном периоде такие меры, не подкрепленные другими действиями, обречены на провал. Прежде всего, потому, что после использования "подушки безопасности" поддерживать рынок уже не будет возможности, - вмешательство государства ничего, кроме повышения волатильности, рынку не добавило, и оно все равно уступило напору продавцов. Рынок должен сам отыграть весь негатив, тем более что хаотичные антикризисные меры не добавляют рейтингов российскому рынку, и иностранные инвесторы в любом случае его покинут, но благодаря такой "поддержке" со стороны государства - с наименьшими потерями.

Кроме того, при участии государства на фондовом рынке оно принимает на себя не типичную для него роль инвестора. В этом случае может иметь место имущественная экспансия государства, что само по себе в условиях кризиса - явление нормальное, но в российских условиях эта тенденция может усиливаться. К началу 2008 г. государство сконцентрировало в своих руках не менее 40 - 45 % акций российских компаний. По оценкам экспертов, в ходе исполнения антикризисной программы эта доля может возрасти еще на 9 - 10%.

Финансовая поддержка рынка ценных бумаг в условиях дефицита финансовых ресурсов государства не может рассматриваться как эффективный механизм антикризисных мер еще и потому, что в России рынок ценных бумаг не играет значимой роли в развитии реального сектора экономики. Для фондового рынка характерны низкое участие розничных инвесторов, низкая доля первичных размещений ценных бумаг как механизма привлечения инвестиций, а также его ориентация на спекулятивные операции, а не долгосрочные инвестиции. Рынок ценных бумаг - в классическом его понимании - должен служить инструментом удовлетворения инвестиционных потребностей экономики, но в российских условиях эта роль принадлежит кредитным учреждениям. Именно доступность кредитных ресурсов, а не фондовый рынок является фактором роста реального сектора России. Именно поэтому падение фондового рынка само по себе не может оказать серьезного влияния на экономическое развитие страны, в связи с чем меры государства по финансированию фондового рынка выглядят не адекватными потребностям экономики.

Таким образом, инвестиционная стратегия государства, направленная на стабилизацию фондового рынка, явно имеет пробелы.

В этой связи можно согласиться с мнением заслуженного экономиста России В. A. May, который делает вывод о логической несостоятельности "утверждения о том, что кризис продемонстрировал необходимость более активного государственного регулирования: государство регулировало финансовые рынки, но с этой задачей справиться не сумело... И нет никаких оснований считать, что то же самое государство впредь будет лучше регулировать финансовые рынки". Следует только подчеркнуть, что речь идет о принятии решений органами регулирования в кризисных ситуациях, а не о регулировании как таковом.

Следовательно, государственное регулирование в условиях кризиса необходимо, но прямые интервенции на фондовом рынке недопустимы, так как падение рыночной капитализации компаний - это всего лишь индикатор, причем в последние годы существенно ушедший в отрыв от стоимости реального капитала компаний. Кроме того, рынок ценных бумаг практически не играет роли в повышении эффективности антикризисного управления в реальном секторе экономики, как не играет заметной роли в развитии российской экономики в целом. В то же время он имеет возможность внести диспропорции в развитие реального сектора экономики за счет развития спекулятивных производных финансовых инструментов (как это имело место в США). Поэтому усилия государства в кризисных ситуациях должны быть направлены на рынке ценных бумаг не на ликвидацию последствий обвала котировок и удовлетворение потребностей спекулятивно настроенных игроков, а на формирование стабильного и прозрачного рынка, ориентированного на обслуживание реального сектора экономики.

Стратегия развития финансового рынка России до 2020 г. (далее - Стратегия) определяет увеличение числа производных инструментов в качестве одного из приоритетов, создавая тем самым предпосылки для повышения спекулятивной направленности и увеличения числа спекулятивных атак на фондовом рынке России. Безусловно, отсутствие спекулятивного капитала на рынке ценных бумаг неизбежно приводит к падению его ликвидности и повышению волатильности, поскольку спекулятивная игра в долгосрочном периоде способствует росту капитала инвесторов, вложенного в ценные бумаги. Без роста курсовой стоимости рынок ценных бумаг не будет интересен не только спекулянтам, но и стратегическим инвесторам. Но увеличение числа производных инструментов делает рынок слабее и менее защищенным от спекулятивных атак иностранных игроков и, следовательно, - от развития кризисных ситуаций на рынке.

Современный финансовый кризис является ярким свидетельством того, что чрезмерное увлечение производными инструментами может привести к параличу всей финансовой системы. В этой связи актуальными выглядят слова В. May: "Мир становится не только плоским... но и виртуальным, поскольку важнейшие экономические индикаторы складываются на рынках производных финансовых инструментов... Поэтому нынешний кризис можно определить как "бунт финансовых инноваций"

Все это определяет потребность формирования принципиально нового подхода к государственному регулированию на рынке ценных бумаг, переосмыслению его роли в экономике.

В этой связи следует обратить внимание, что принятая стратегия не содержит ни одного указания на то, что развитие рынка ценных бумаг должно быть направлено на финансирование расширенного воспроизводства реального сектора экономики. Ставятся задачи превращения России в международный финансовый центр, увеличения числа иностранных игроков с одновременным ростом числа производных инструментов. Складывается впечатление, что регулятор рассматривает развитие всех финансовых рынков как самоцель, вне их привязки к развитию экономики. В Стратегии отсутствует постановка важнейшего приоритета для фондового рынка - превращение его в эффективный инструмент привлечения инвестиций, зато присутствует задача превращения его в международный центр спекулятивных операций. В связи с этим следует согласиться с мнением А. Абрамова, который утверждает, что при модели фондового рынка, ориентированной на крупных, преимущественно спекулятивно настроенных, игроков, "будет продолжаться углубление его отрыва от реальной экономики и инвестиций, а в стране никогда не возникнет системы сбережений для граждан".

Также следует вспомнить слова классика экономической теории Дж. М. Кейнса, который писал: "Когда расширение производственного капитала в стране становится побочным продуктом деятельности игорного дома, трудно ожидать хороших результатов".

Обобщая сказанное, можно сделать вывод, что развитие фондового рынка в России, как в условиях кризиса, так и в условиях стабильной экономики, должно подчиняться стратегии развития экономики в целом, а не развиваться само по себе только потому, что законодатели стремятся продемонстрировать миру количественные показатели своего развития. В связи с этим автору представляется, что совершенствование государственного регулирования на фондовом рынке должно осуществляться не в рамках антикризисной программы на рынке ценных бумаг, а как часть общей макроэкономической политики по преодолению экономического кризиса. Формирование стабильного, прозрачного рынка с низким уровнем волатильности и системного риска - именно в этом должны состоять приоритеты государственного регулирования.

Сформулируем основные вопросы, которые необходимо решить в рамках совершенствования государственного регулирования фондового рынка для повышения его качественных характеристик и ускорения вывода его из кризиса.

Прежде всего, отметим, что практически все предпосылки формирования кризисных ситуаций на фондовом рынке связаны с либерализацией счетов капитала, когда значительно упрощаются правила и условия присутствия на рынке ценных бумаг иностранных инвесторов. Развивающиеся рынки, к которым относится и Россия, наиболее подвержены атакам спекулянтов, представляющих крупные зарубежные инвестиционные компании. Поэтому при малейших признаках ухудшения ситуации на рынке практически всегда наблюдается кризис ликвидности, так как иностранные игроки начинают фиксировать прибыль и выводить капиталы из страны.

Следовательно, чем более либерализован механизм присутствия иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг, тем потенциально большему шоку может подвергаться рынок в результате падения котировок и капитализации рынка в целом. Очевидно, что для России эта проблема является весьма насущной, так как доля иностранного капитала на рынке акций достигает 35 %.

По некоторым оценкам, с учетом депозитарных расписок на российские акции доля иностранного инвестора достигает порядка 60% капитализации рынка ценных бумаг. Отрицать значение иностранного капитала на фондовом рынке нельзя, но при этом, по мнению автора, необходимо изменение условий его функционирования в России. Учитывая тот факт, что в значительной степени обвал рынков и в 1998 и в 2008 г. связан с массовым оттоком иностранных портфельных инвестиций, представляется необходимым введение жестких ограничений в режим присутствия иностранных инвесторов на российском фондовом рынке.

Кроме того, сокращение спекулятивного характера сделок иностранных инвесторов целесообразно рассматривать как предупредительную меру для последующих кризисов. Глобализация как одна из ключевых современных тенденций обусловила сильную взаимозависимость национальных фондовых рынков, что неизбежно вызывает быстрый перенос рыночных шоков с одних рынков на другие. Для России это достаточно существенный негативный фактор, который может сыграть роль при формировании признаков международного экономического кризиса, так как в настоящее время российский рынок в значительной степени интегрирован в систему мировых рынков - уровень корреляции России с развитыми рынками составляет 0,66, с развивающимися - 0,87 . При этом одной из характерных черт глобализации стало создание глобальных инвесторов. Они, действуя одновременно на нескольких формирующихся рынках, могут как дать стимулы к развитию экономики страны, так и дестабилизовать ситуацию в ней. Все это, учитывая повышенную волатильность российского рынка, свидетельствует о повышенной подверженности внутреннего рынка "импортированию" кризиса с зарубежных рынков, а также спекулятивным атакам, как это было 1997- 1998 гг. и неоднократно наблюдалось в 2003 - 2007 гг. Все это еще раз говорит в пользу того факта, что либерализация счета капитала, совмещенная с накоплением рисков на фондовом рынке России, будет и в дальнейшем увеличивать вероятность разворачивания полномасштабного финансового кризиса: обвал котировок на рынке ценных бумаг - вывод активов иностранными инвесторами - усиление давления на валютный курс рубля с последующим его падением и вспышкой инфляции. Таким образом, Россия как объект инвестирования в настоящее время интересна в первую очередь спекулятивно настроенным игрокам, поскольку уровень волатильности позволяет потенциально извлекать значительную прибыль от спекулятивных операций. В связи с этим, по нашему мнению, нужно создать условия для сокращения числа спекулятивных высокорискованных операций нерезидентов на российском фондовом рынке, в первую очередь с помощью налогового механизма. Рекомендуется установить регрессивную ставку налога на прибыль, уплачиваемого с доходов, полученных от операций на российском рынке ценных бумаг иностранными инвесторами, в прямой зависимости от времени владения пакетом ценных бумаг. Кроме того, принципиально важным в решении указанного вопроса является также значительное сокращение уровня маржи для инвесторов-нерезидентов. Высокий уровень спекуляции на рынке связан с большим количеством необеспеченных сделок, осуществляемых за счет кредитных ресурсов. По мнению автора, необходимо установить предельный уровень маржи на уровне 1:1, т. е. не менее 50% от стоимости сделки иностранный инвестор должен обеспечивать "живыми" деньгами. В этом случае уровень спекулятивных операций может упасть в разы, так как подавляющая часть иностранных инвесторов осуществляют маржинальные сделки с высоким уровнем плеча. В перспективе представляется необходимым сокращение числа маржинальных сделок и плеча маржи для всех участников рынка.

Такие меры являются кардинальными и способны значительно повлиять как на ликвидность российского рынка ценных бумаг, так и его капитализацию. Для того чтобы достижение указанной цели стало возможным, ее реализация должна сочетаться с созданием условий по массовому привлечению на рынок ценных бумаг розничных инвесторов - физических лиц - резидентов РФ, как через механизм коллективных инвестиций, так и прямое участие в торговле.

Для реализации последней задачи важнейшим является решение проблемы, ставшей очевидной в годы "бума" публичных размещений акций (IPO). Оценка публичных размещений 2006 - 2008гг. свидетельствует о том, что большая часть акций в ходе размещения оценивалась по завышенной цене, вызванной ажиотажным спросом на акции. В результате мелкие инвесторы - физические лица, предполагавшие формирование долгосрочного инвестиционного портфеля, не только не имеют прироста капитала в долгосрочном периоде, но и несут серьезные потери. Так, например, стоимость размещения акций Банка ВТБ в мае 2007 г. составила 13,6 коп. за акцию.

Учитывая, что IPO Банка ВТБ стало первым по-настоящему "народным", масштабы лиц, потерявших значительную часть вложенного капитала, представляются весьма значительными (поданным Банка ВТБ, в IPO приняли участие 120 тыс. чел.).

В этой связи представляется целесообразным создание такого механизма, который позволил бы в определенной степени защитить интересы инвесторов, осуществляющих вложение капитала на рынке ценных бумаг так же, как защищены вклады физических лиц в системе страхования банковских вкладов.

Для зашиты инвесторов, принимающих участие в первичном размещении акций, необходимой является разработка следующего механизма.

Для физических лиц, владеющих акциями, приобретенными в ходе размещения акций (IPO или SPO) более трех лет, необходимо законодательно закрепить право конвертации принадлежащих им акций в специальные нерыночные облигации той же компании. Конвертация акций и выпуск соответствующих облигаций должны проводиться в том случае, если стоимость акций с момента их первичного размещения не поднималась выше цены размещения. При этом необходимо также определить, что стоимость указанных облигаций должна составлять сумму, равную стоимости акций инвестора в момент их приобретения. Также необходимо установить срок погашения облигаций не более трех лет и ставку купона на уровне рыночной ставки по схожим инструментам. Реализация этого механизма с практической точки зрения является вполне достижимой, поскольку эмитент имеет возможность, при возникновении указанной ситуации, по согласованию с регистратором определить перечень лиц, соответствующих указанному критерию и обеспечить право таких лиц на получение "компенсационных" облигаций. Следует иметь в виду, что в этом случае инвестор может и не воспользоваться своим правом в том случае, если предполагает значительный рост рыночной стоимости принадлежащих ему акций в дальнейшем.

В целом, введение в законодательство такого механизма позволит решить ряд важнейших задач:

* гарантировать инвестиционные вложения физических лиц на рынке ценных бумаг, что позволит значительно увеличить число инвесторов на рынке, а также увеличить обороты фондовых бирж;
* стимулировать средне- и долгосрочные вложения капитала населением, так как его сохранность указанный механизм гарантирует только по истечении трех лет владения акциями;
* расширить возможности публичных компаний по привлечению долгосрочных инвестиций, а также компенсировать убытки, понесенные акционерами, рыночными методами, распределяя их покрытие во времени.

С макроэкономической точки зрения такая мера будет способствовать массовому вливанию на рынок ценных бумаг сбережений физических лиц, тогда как в настоящее время банковский вклад воспринимается как наиболее защищенный способ сохранения капитала, хотя рынок ценных бумаг потенциально может стать более эффективным механизмом не только сохранения, но и прироста капитала инвесторов.

Кроме того, задача гарантирования инвестиций физических лиц на рынке ценных бумаг может быть решена еще одним способом, активно обсуждаемым в научной среде в последние годы. Предлагаемый механизм по своей сути имеет черты, сходные с государственной системой страхования банковских вкладов.

Одной из наиболее актуальных задач развития фондового рынка, как уже упоминалось, является создание предпосылок к приходу на российский рынок стратегических инвесторов и сокращение числа спекулянтов. Для формирования стратегического инвестора в России приняты поправки в Налоговый кодекс РФ, освобождающие от налога на доходы физических лиц при совершении операций на рынке ценных бумаг инвесторов, при условии, что они владели продаваемыми ценными бумагами не менее одного года. Данная мера, по мнению органов государственной власти, создаст условия для трансформации спекулятивного капитала в инвестиционный.

Вместе с тем следует отметить, что для формирования в России стратегического инвестора одного налогового стимулирования явно не достаточно. Одним из наиболее существенных факторов, препятствующих вовлечению средств населения в инвестирование в ценные бумаги, является слабая экономическая мотивация, так как уровень дивидендных выплат в среднем по России значительно ниже аналогичных показателей развитых рынков. Это касается как соотношения доходности акции и ее рыночной стоимости, так и показателя чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов.

Одной из причин такой ситуации является доминирование на рынке ценных бумаг корпораций с высокой долей государственной собственности. Дивидендная политика достаточно четко отличается в тех компаниях, которые создавались частными предпринимателями с привлечением средств акционеров (Магнит, МТС, СТС Медиа), и в компаниях, унаследовавших основные фонды от государства (Газпром, Роснефть или РусГидро). Нет ничего удивительного в том, что предприятия, акционеры которых практически не принимали участия в их создании, не считают себя обязанными делиться прибылью с инвесторами. Оценка зависимости величины чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов, от доли участия государства, проведенная автором, показала, что среди проанализированных эмитентов высокую долю участия в уставном капитале имеют Сбербанк - 57 %, Газпром - 50 %, Банк ВТБ - 78 %. Остальные эмитенты доли государственного участия не имеют. При этом самые низкие показатели дивидендных выплат демонстрируют компании с государственным участием (за исключением ВТБ).

Кроме того, следует также обратить внимание на то, что в качестве аргумента низкого уровня дивидендных выплат озвучивается необходимость капитальных вложений. Действительно, низкий объем денежных потоков может быть связан с необходимостью замещать основные фонды, износ которых в России очень высокий. Так, в газовом и электроэнергетическом секторах при почти неизменном объеме производства капитальные расходы более чем в три раза превышают амортизационные отчисления. Все это усугубляется тем фактом, что для российского рынка характерна высокая волатильность, делающая инвестиции в ценные бумаги значительно более рискованными, не позволяющая формировать долгосрочную инвестиционную стратегию. Поскольку подобная ситуация сохранится в обозримом будущем, становится очевидным, что акции таких компаний будут интересовать частного инвестора исключительно как объект спекулятивной игры.

Тем более что практика первичных размещений последних лет демонстрирует ситуацию, когда рыночная цена размещенных акций на вторичном рынке оказывалась стабильно ниже цены размещения (например, Банк ВТБ, Сбербанк).

Это позволяет сделать вывод, что для формирования стратегического инвестора в России потребуются не только налоговые преференции, но и более серьезные структурные преобразования. В связи с этим считаем необходимым сократить долю государственного сектора в крупных публичных компаниях, акции которых пользуются устойчивым спросом на рынке ценных бумаг, до минимально возможного уровня, не подрывающего возможности государства по воздействию на деятельность таких компаний. Наиболее оптимальной будет доля государства в публичных компаниях на уровне не более блокирующего пакета акций - 25%. Такой размер пакета наиболее соответствует задаче повышения капитализации рынка, поскольку, с одной стороны, владение блокирующим пакетом акций позволит государству сохранить контроль за компанией (накладывать вето на решения совета директоров акционерного общества), а с другой - существенно увеличить объем акций, находящихся в обращении. Причем передача акций должна осуществляться в рамках публичного размещения акций, чтобы миноритарные акционеры получили возможность увеличить свои пакеты акций, а розничные инвесторы - оформить заявки на их приобретение. В результате такой меры появится возможность решить сразу ряд проблем:

* повысить уровень free-float - акций, находящихся в сводном обращении;
* увеличить рыночную капитализацию, что приблизит показатели российского рынка ценных бумаг к более высоким значениям, сопоставимым с развитыми европейскими рынками;
* предъявить со стороны новых акционеров более жесткие требования к формированию дивидендной политики компании, определить более справедливую величину ренты на вложенный капитал, что, в свою очередь, повысит заинтересованность инвесторов в осуществлении долгосрочных инвестиций.

Кроме указанных предложений, государственное регулирование фондового рынка в ближайшие годы также должно быть направлено на решение следующих вопросов:

* консолидация учетной инфраструктуры путем создания центрального депозитария и консолидации биржевых площадок;
* создание единой расчетной системы путем введения института центрального контрагента. При этом необходимо законодательно определить обязанность внебиржевых площадок также осуществлять расчеты через центрального контрагента;
* принятие законодательства о манипулировании рынком и инсайдерской торговле;
* переход от институционального (сегментарного) регулирования к функциональному.

Решение структурных проблем фондового рынка России позволит решить проблему наличия высокого уровня систематического риска, высокой волатильности, а также повысить уровень доверия инвесторов к рынку. В конечном счете, указанные нововведения должны способствовать превращению фондового рынка из средства биржевых спекуляций в эффективный механизм привлечения стратегических инвесторов в экономику России.

**Глава 3 Реформирование системы государственного регулирования РЦБ и перспективы его развития**

***3.1Перспективы развития Российского РЦБ***

## Основными перспективами развития современного рынка ценных бумаг на нынешнем этапе являются:

## - концентрация и централизация капиталов;

## - интернационализация и глобализация рынка;

## - повышения уровня организованности и усиление государственного контроля;

## - компьютеризация рынка ценных бумаг;

## - нововведения на рынке;

## - секьюритизация;

## - взаимодействие с другими рынками капиталов.

Тенденции к концентрации и централизации капиталов имеет два аспекта по отношению к рынку ценных бумаг. С одной стороны, на рынок вовлекаются все новые участники, для которых данная деятельность становится основной, а с другой идет процесс выделения крупных, ведущих профессионалов рынка на основе как увеличение их собственных капиталов(концентрация капитала), так и путем их слияния в еще более крупные структуры рынка ценных бумаг(централизация капитала). В результате на фондовом рынке появляются торговые системы которые обслуживают крупную долю всех операций на рынке. В тоже время рынок ценных бумаг притягивает все большие капиталы общества.

Интернационализация рынка ценных бумаг означает, что национальных капитал переходит границы стран, формируется мировой рынок ценных бумаг, по отношению к которому национальные рынки становятся второстепенными. Рынок ценных бумаг принимает глобальный характер. Торговля на таком глобальном рынке ведется непрерывно. Его основу составляют ценные бумаги транснациональных компаний.

Надежность рынка ценных бумаг и степень доверия к нему со стороны массового инвестора напрямую связаны с повышением уровня организованности рынка и усиление государственного контроля за ним. Масштабы и значение рынка ценных бумаг таковы, что его разрушение прямо ведет к разрушению экономического прогресса. Государство должно вернуть доверие к рынку ценных бумаг, что бы люди вкладывающие сбережения в ценные бумаги были уверены в том, что они их не потеряют в результате каких-либо действий государства и мошенничества. Все участники рынка поэтому заинтересованы в том, чтобы рынок был правильно организован и жестко контролировался в первую очередь главным участником рынка - государством.

Компьютеризация рынка ценных бумаг - результат широчайшего внедрения компьютеров во все области человеческой жизни в последние десятилетия. Без этой компьютеризации рынок ценных бумаг в своих современных формах и размерах был бы просто невозможен. Компьютеризация позволила совершить революцию как в обслуживании рыка, прежде всего через современные системы быстродействующих и всеохватывающих расчетов для участников и между ними, так и в его способах торговли. Компьютеризация составляет фундамент всех нововведений на рынке ценных бумаг.

Нововведения на рынке ценных бумаг:

- новые инструменты данного рынка;

- новые системы торговли ценными бумагами;

- новая инфраструктура рынка.

Новыми инструментами рынка ценных бумаг являются, прежде всего, многочисленные виды производных ценных бумаг, создание новых ценных бумаг, их видов и разновидностей.

Новые системы торговли - это системы торговли, основанные на использовании компьютеров и современных средств связи, позволяющие вести торговлю полностью в автоматическом режиме, без посредников, без непосредственных контрактов между продавцами и покупателями.

Новая инфраструктура рынка- это современные информационные системы, системы клиринга и расчетов, депозитарного обслуживания рынка ценных бумаг.

Секьюритизация - это тенденция перехода денежных средств из своих традиционных форм в форму ценных бумаг; тенденция перехода одних форм ценных бумаг в другие, более доступные для широких кругов инвесторов.

Развитие рынка ценных бумаг вовсе не ведет к исчезновению других рынков капиталов, происходит процесс их взаимопроникновения. С одной стороны, рынок ценных бумаг оттягивает на себя капиталы , но с другой - перемещает эти капиталы через механизм ценных бумаг на другие рынки, тем самым способствует их развитию.

***3.2 Реформы в системе государственного регулирования РЦБ России***

Сложившуюся в России систему государственного регулирования фондового рынка не критиковал разве что только самый ленивый. И надо сказать, что критика во многом была объективной. Специалистами отмечались недостатки как базового законодательства, регулирующего фондовый рынок, так и нормативно-правовых актов государственных органов власти, регламентирующих различные аспекты функционирования фондового рынка в стране, и прежде всего ФКЦБ России. Бесспорно, наибольшее количество нареканий со стороны профессионального сообщества вызывала сложившаяся система органов государственной власти, осуществляющих регулирование отечественного фондового рынка.

Начиная с 1996 г. основным органом исполнительной власти, уполномоченным в сфере рынка ценных бумаг, являлась Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России). На самом деле регулирующие и надзорные функции за фондовым рынком и его участниками были распределены между целым рядом различных министерств и ведомств. Помимо ФКЦБ, контролирующие функции выполняли Банк России (кредитные организации), Минфин (страховые организации и отдельные профессиональные участники рынка ценных бумаг), Минтруда (негосударственные пенсионные фонды, отдельные участники рынка ценных бумаг) и другие. Схема существовавшей до недавнего времени системы органов государственного регулирования фондового рынка и финансового рынка в целом представлена на рисунке.

Подобная сложная и запутанная структура приводила к тому, что функции различных министерств и ведомств по регулированию и надзору за фондовым рынком пересекались и дублировались, что нередко становилось причиной конфликтов между различными регулирующими органами. Достаточно вспомнить имевшие в свое время место конфликты между ФКЦБ России и Банком России из-за контроля деятельности кредитных организаций в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг или недавний конфликт между ФКЦБ России и МАП России по поводу регулирования рынка срочных инструментов. Вполне очевидно, что такая ситуация не способствовала повышению эффективности системы государственного регулирования российского фондового рынка и стала тормозом развития этого важнейшего сектора экономики страны.

Не содействовала развитию фондового рынка и его нормативно-правовая база. Дело в том, что подготовленное еще в начале 1990-х годов базовое законодательство до сих пор существует в форме общих, «рамочных» законов, а большинство аспектов деятельности на рынке ценных бумаг осуществляется на основе многочисленных ведомственных нормативных актов, которые, как показывает практика, нередко противоречат друг другу. Так, например, нормативные акты, контролирующие размещение средств инвестиционных фондов, средств паевых фондов и резервов страховых компаний, значительно различаются, хотя по идее должны были бы совпадать. В подобных условиях затруднено создание сложных, комплексных финансовых продуктов, поскольку участник финансового рынка должен одновременно соответствовать требованиям различных регуляторов, а финансовые инструменты из одного сектора финансового рынка могут разрешаться или не разрешаться к использованию регулятором другого сектора. Такая ситуация служит объективной причиной для проведения реформы государственного регулирования рынка ценных бумаг.

Как показывает мировой опыт, один из наиболее радикальных путей реформирования системы государственного регулирования рынков -- не только фондовых, но и финансовых -- создание так называемого мегарегулятора финансового рынка, представляющего собой единый государственный орган по упорядочению различных сегментов финансового рынка. По такому пути в свое время пошли Норвегия (1986), Канада (1987), Дания (1988), Швеция (1991), Великобритания (1997), Япония (1998), Корея (1998), Австралия (1998), Исландия (1999), Южная Африка (1990), Венгрия (1996), Сингапур и др. По сути, мега-регулятор создан и в Швейцарии. В то же время следует отметить, что, например, США, которые, по всеобщему признанию, обладают наиболее развитым фондовым рынком, выбрали иное направление реформирования системы государственного регулирования своего рынка. США пошли по пути развития принципа функционального управления финансовыми рынками, сохранив несколько регулирующих органов. При этом в соответствии с принятым во второй половине 1999 г. законом «О модернизации финансового законодательства» лицензирование и контроль за кредитными организациями, действующими на фондовом рынке США, были переданы в ведение SEC. Обзор международной практики создания мегарегуляторов на финансовых рынках представлен в таблице.

Надо сказать, что идея создания мегарегулятора не нова и для России. Впервые она была озвучена компанией Cadogan Financial еще в конце 1999 г. Среди причин, вызвавших необходимость создания подобного суперведомства, назывались 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. Cadogan Financial предлагала в рамках проекта программы технической помощи создать единый мегарегулятор. Основным реципиентом должна была стать ФКЦБ России, что предполагало формирование мегарегулятора на базе Комиссии. О необходимости концентрации функций по регулированию фондового рынка речь шла и в программном документе «Концептуальные основы развития рынка ценных бумаг в России», подготовленном Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) в 1999 г.1 Однако по целому ряду объективных и субъективных причин эта идея не получила дальнейшего развития.

Действительно реальные шаги по созданию мегарегулятора финансового рынка в России были сделаны только в начале марта 2004 г. в рамках радикальной административной реформы, начало которой было положено указом Президента РФ № 314 от 9 марта 2004 г. «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» (далее - Указ № 314). Данным документом была ликвидирована ФКЦБ России, а все ее функции были переданы новому государственному органу - Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР). Кроме того, новому регулятору российского финансового рынка были переданы некоторые направления деятельности и других ликвидированных государственных структур. Так, от Минфина к ФСФР перешел контроль и надзор за формированием и инвестированием пенсионных накоплений, а от упраздненного Министерства по антимонопольной политике -- контроль за биржами и срочным рынком, от Минтруда - надзор за негосударственными пенсионными фондами.

Окончательно структура и статус нового регулятора российского финансового рынка были установлены в постановлении Правительства РФ № 206 от 9 апреля 2004 г. «Вопросы Федеральной службы по финансовым рынкам» (далее - Постановление № 206), принятым в развитие Указа № 314. Согласно данному постановлению ФСФР -- федеральный орган исполнительной власти, осуществляющий функции по контролю и надзору на финансовых рынках, находящийся в ведении Правительства РФ и подчиняющийся непосредственно премьер-министру страны. При этом ФСФР имеет следующие функции:

-осуществляет государственную регистрацию выпусков ценных бумаг и отчетов об итогах выпуска ценных бумаг, а также регистрацию проспектов ценных бумаг;

-обеспечивает раскрытие информации на рынке ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ;

-осуществляет в рамках установленных федеральными законами и  
иными нормативными правовыми актами России функции контроля и  
надзора в отношении эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и их саморегулируемых организаций, акционерных инвестиционных фондов, управляющих компаний акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов и их саморегулируемых организаций, специализированных депозитариев акционерных инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, ипотечных агентов, управляющих ипотечным покрытием, специализированных депозитариев ипотечного покрытия, негосударственных пенсионных фондов, Пенсионного фонда РФ, государственной управляющей компании, а также в отношении товарных бирж;

- обобщает практику применения законодательства РФ в сфере своей компетенции и вносит в правительство предложения о его совершенствовании, разрабатывает проекты законодательных и иных нормативных правовых актов.

Кроме того, до внесения изменений в действующее законодательство на ФСФР были возложены функции по руководству и обеспечению работы Комиссии по товарным биржам. Для обеспечения реализации своих функций в ФСФР созданы 9 управлений. Предельная численность сотрудников центрального аппарата будет составлять 301 единицу. Для обеспечения функций ФСФР в субъектах РФ ей переданы региональные отделения упраздненной ФКЦБ России. Всего на момент принятия решения о ликвидации ФКЦБ России на территории Российской Федерации действовало 14 региональных отделений. В территориальных органах ФСФР работают 800 человек.

ФСФР -- совершенно особая структура в системе органов государственной власти. Такая особенность обусловлена тем, что, в отличие от других федеральных служб, которые подчиняются министерствам, ФСФР находится в прямом подчинении премьер-министру РФ. Контролируя значительную часть финансового рынка страны, ФСФР, по сути, уже сегодня является его мега-регулятором. В то же время ФСФР пока и не мегарегулятор в классической модели: вне ее прямого влияния остаются страховые компании (они отданы в ведение Федеральной службы страхового надзора), аудиторы (Минфин) и банки (Банк России). Впрочем, как считают многие специалисты, вопрос о передаче регулирования этих сегментов финансового рынка ФСФР - дело времени. По мере укрепления системы государственного регулирования оставшиеся сегменты финансового рынка, по-видимому, будут переданы в ведение ФСФР. Кстати, на этом этапе административной реформы ее инициаторами рассматривалась возможность передачи ФСФР функций надзора за этими секторами финансового рынка. Однако передаче ФСФР функций, например, по банковскому надзору помешала позиция Банка России.

Вместе с тем, являясь мегарегулятором финансового рынка страны, ФСФР по своему статусу -- федеральная служба, т. е. орган государственной власти, лишенный возможности издавать нормативные акты, регулирующие отношения во вверенной ему сфере. Как известно, в соответствии с п. 5 Постановления № 206 ФСФР только разрабатывает проекты законодательных и иных нормативных правовых актов. Однако разработка проектов правовых актов - это еще не принятие их. При этом остальные федеральные службы находятся в подчинении конкретным министерствам, которые и занимаются нормотворчеством. Очевидно, непосредственное подчинение ФСФР премьер-министру указывает на единственный возможный для нее в сложившейся ситуации путь нормотворчества -через постановления Правительства РФ. Надо сказать, что такое положение дел полностью соответствует духу административной реформы: разделение функций по установлению правил и контролю за их применением и передача их независящим друг от друга органам исполнительной власти.

Однако в случае с регулированием фондового рынка возникает вполне очевидное противоречие с законом «О рынке ценных бумаг», где установлено, что уполномоченный в сфере рынка ценных бумаг государственный орган соединяет в себе правоустанавливающую и правоприменительную функции. Разграничение этих функций способно привести к снижению эффективности государственного регулирования финансового рынка и, как следствие, к снижению эффективности функционирования последнего.

Все-таки от наличия у государственного органа, регулирующего такой динамичный рынок, каким является финансовый рынок в целом и рынок ценных бумаг в частности, права оперативно изменять правила игры на нем, корректируя существующие нормы или устанавливая новые, в определенной ситуации может зависеть стабильность финансовой системы страны и экономики в целом.

Решить возникшую проблему способно совмещение функций нормотворчества, надзора и регулирования в рамках ФСФР. При этом соблюдение базового принципа административной реформы, разделяющего функции нормотворчества и контроль за их соблюдением, можно обеспечить путем разграничения функций внутри самой ФСФР. Для этих целей нормотворчество можно вынести за рамки этого органа, создав коллегию ФСФР -- аналог коллегии ФКЦБ России. Формирование коллегии ФКЦБ России было предусмотрено ст. 41 закона «О рынке ценных бумаг». Принимая за основу структуру коллегии ФКЦБ России, коллегия ФСФР должна состоять из 15 членов, в том числе 6 сотрудников ФСФР и 9 человек «со стороны». Причем в число последних должны быть включены представители Минфина и Центробанка, а также представители профессиональных объединений участников фондового рынка.

Таким образом, по уровню концентрации контроля финансовой сферы ФСФР может стать мегарегулятором российского финансового рынка, отвечающим классическим канонам этого понятия, подобно британскому финансовому мегарегулятору -- Управлению финансовых услуг (Financial Service Authority, FSA). Однако для этого предстоит еще многое сделать, например изменить статус ФСФР вывести из подчинения правительства и сделать независимым государственным органом, подконтрольным непосредственно президенту страны и подотчетным парламенту, действующим на основании своего специального закона, определяющего его статус, права, обязанности и т. п.

# Заключение

# Несмотря на большие трудности, особенно, законодательство, регулирующее рынок ценных бумаг, далеко от совершенства, сам рынок есть, он функционирует и развивается; он оказывает влияние на положение дел в государстве и способствует развитию предпринимательства в России. По мнению экспертов, российский рынок ценных должен развиваться в следующих направлениях:

# - развитой рынок ценных бумаг обычно имеет доступ к фондам, формируемым различными типами институциональных инвесторов. Рынок ценных бумаг может расти, если такие институты будут созданы;

# - консультационные и управленческие услуги, способствующие государственным капиталовложениям в инвестиционные фонды, страхование вкладов и других видов сбережений требуют соответствующей законодательной, регламентационной, образовательной и технической поддержки;

# - законодательство о фирмах должно гарантировать, что правление акционерных предприятий защищает интересы широкого круга инвесторов. Это предполагает определение обязанностей руководителей и установление контроля для предотвращения разного рода махинаций;

# - особой проблемой для государства остается защита интересов вкладчиков негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний. Для ее решения органы, регулирующие деятельность этих финансовых институтов, должны разработать нормативы обязательных инвестиций и наиболее ликвидные и надежные ценные бумаги.

# С помощью вышеперечисленных пунктов и разумных действий правительства российский рынок ценных бумаг сможет вплотную приблизиться к мировым стандартам.

# Из рассмотренного материала я сделал вывод, что российский рынок ценных бумаг развивается более или менее динамично. Искушенные западные профессионалы высоко оценивают потенциал российского рынка, и я надеюсь, что политическая и экономическая стабильность позволит России в ближайшем будущем стать одним из крупнейших финансовых центров мира.

**Список использованной литературы**

1. Абрамов Л. Стратегия и вектор движения фондового рынка в России // РЦБ. 2008. N 13. С. 12 – 16

2. Бердникова Т.Б Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.:ИНФРА-М, 2000.

3.Вавулин Д.А. Правовое регулирование эмиссии ценных бумаг// ФБК. - 2003.

4. Вавулин Д. А. Кризис российского фондового рынка: фундаментальные предпосылки и последствия // Финансы и кредит. 2009. N 3. С. 39 - 46.

5. Голанов В.А. Рынок ценных бумаг - М.: Финансы и статистика, 2004.

6.Голанов В.А. Производные инструменты срочного рынка. М., "Финансы и статистика", 2008.

7.Кейнс Дж. М. Избранные произведения. М.: Экономика, 1993. 543 с.

8.Килячков А.А.Чалдаева Л.Г. РЦБ и биржевое дело - М.: ЮРИСТ, 2002.

9.Килячков А.А,, Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М., Юристъ, 2007.

10.Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. N 1.С. 9 - 27.

11.May В. Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису // Вопросы экономики. 2009. N 2. С. 4-23.

12.Миркин Я. М., Кудинова М. М. Будущая динамика российского рынка акций: взаимодействие с зарубежными рынками // РЦБ. 2006. N 11. С. 44.

13.Николаев И., Марченко Т. Фондовый рынок: пределы роста и глубина падения // Общество и экономика. 2008. N 9. С. 3-36.

14.Обухова Е. Учет государственных ценных бумаг// Аудит. - 2004.

15.Потемкин А. Пути повышения стабильности государственного РЦБ// РЦБ.

16.Фетисов А. Государство во время кризиса, или слон в посудной лавке // РЦБ. 2008. N 22. С. 31-32.

17.Шаблин А.О. Государственная политика в области ценных бумаг// ЭКО. - 2002.

18. Шестаков А.В и Д.А Рынок ценных бумаг. - М.: 2000.

19.Ширкеева Е. Обзор финансового рынка: непонятливые игроки // Ведомости. 2007. N 91.

20.Биржевое дело. Учебник. Под редакцией Галанова В.А. и Басова А.И. М., "Финансы и статистика", 2008.

21.Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия: Национальный доклад, подготовленный Финансовой академией при Правительстве РФ. М.: 2008. 148 с.

22.Рынок ценных бумаг. Учебник. Под редакцией Галанова В.А. и Басова А.И. М., "Финансы и статистика", 2007.

23.Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации до 2020г.: распоряжение Правительства РФ от 29.12.2008. N 2043-р // РГ-Бизнес. 2009. N 687

24. "Ценные бумаги". Учебник. Под редакций Колесникова В.М. М., Финансы и статистика, 2008г.

25. Экономический кризис в России: экспертный взгляд. Коллектив авторов // Вопросы экономики. 2009. N 4. С. 4-30.