

На правах рукописи

ПИЛИПЕНКО ГРИГОРИЙ НИКОЛАЕВИЧ

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ
РЕГУЛИРОВАНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА И
ПУТИ ЕГО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Москва, 2005

Работа выполнена на кафедре финансов и кредита Московского государственного социального университета.

- Научный руководитель:** доктор экономических наук, профессор
Иванов Аркадий Павлович
- Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор,
заслуженный деятель науки РФ
Шуляк Павел Николаевич
- доктор экономических наук, профессор
Шестаков Анатолий Васильевич
- Ведущая организация** **Российская академия государственной
службы при Президенте РФ**

Защита состоится 20 апреля 2005 г. в 14.00 часов на заседании Диссертационного совета по экономическим наукам Д.224.002.03 в Московском государственном социальном университете по адресу: 129226, г. Москва, ул. В.Пика, д. 4. к. 2, конференц-зал.

С диссертацией можно ознакомиться в Научной библиотеке Московского государственного социального университета (129226, г. Москва, ул. В.Пика, д. 4. к. 3).

Автореферат разослан 18 марта 2005 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета,
доктор экономических наук, доцент



И.Н. Маяцкая

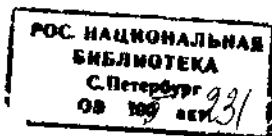
I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования определяется жизненной необходимостью для России обеспечить экономический рост, от которого зависит судьба и величие нашей страны, ее место в мировом сообществе. Решение этой задачи предполагает масштабное привлечение инвестиций в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка, как важнейшего института рыночной экономики.

Мировая практика свидетельствует о том, что полагаться исключительно на самоорганизацию фондового рынка совершенно недопустимо. Падение ведущих мировых фондовых индексов, начавшееся в первой половине 1999 г. на японском фондовом рынке, а спустя два года – на американском, заставляет переосмыслить роль государственного регулирования рынка ценных бумаг. В этих странах государство вынуждено предпринимать решительные меры для того, чтобы сдерживать панические настроения, возникающие среди инвесторов на фоне снижающихся показателей прибыли крупнейших корпораций. Неприятным открытием для многих экспертов при этом явилось то, что для стабилизирующего воздействия на рынок у самого мощного экономического агента в стране не хватает рычагов. В результате усилился общественный интерес к кейнсианской доктрине антикризисного регулирования рынков.

При соответствующей институциональной организации фондового рынка, жестком государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов этот рынок весьма убедительно демонстрирует возможность, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики.

Для современной России парадигма активного регулирования, которое не ограничивается контролем за соблюдением требований законодательства профессиональными участниками фондового рынка, является еще более актуальной. За 12 лет своего развития отечественный фондовый рынок так и не стал эффективным механизмом инвестиционного финансирования экономики. Очевидно, для этого нужно определить стратегические пути направленного стимулирования и развития рынка. Вмешательство государства в высокотехнологичный и весьма чувствительный фондовый механизм должно быть строго ограничено рамками необходимости. Меры и степень воздействия на



фондовый рынок должны быть научно обоснованы, а возможные его реакции – спрогнозированы.

Как только фондовый рынок четко заработает во всех своих сегментах, это позволит вовлечь в хозяйственный оборот огромный потенциальный инвестиционный ресурс, находящийся сейчас у населения в виде наличных сбережений в рублях и иностранной валюте.

К сожалению, в настоящее время российский фондовый рынок не работает эффективно. Так, в сегменте государственных ценных бумаг заимствования, которые не могут быть осуществлены частным порядком или в форме долевого участия, осуществляются не для финансирования крупных проектов по развитию производства и его инфраструктуры, а для иных целей. Региональные облигационные займы проводятся для покрытия дефицита региональных бюджетов. Эту же роль выполняет и сегмент муниципальных ценных бумаг. Сегмент корпоративных облигационных заимствований лишь отчасти работает на финансирование развития производства и практически всегда только в рамках корпораций – эмитентов, а получаемые финансовые ресурсы в основном идут на пополнение оборотных фондов. Вторичные эмиссии компаний пока еще крайне редки и доля инвестиций, поступающих в реальный сектор экономики за счет таких эмиссий, составляет в общем объеме инвестиций в основной капитал доли процента. На фондовом рынке практически отсутствуют ценные бумаги, хотя бы и косвенно связанные с организацией принципиально новых производств и новых компаний.

В настоящее время государство с помощью своих экономических рычагов (налогообложения, целевых дотаций, программ развития и т.п.) должно оказывать рынку поддержку, создавая тем самым благоприятные условия для его дальнейшего самостоятельного развития.

Степень научной разработанности проблемы. Значительный вклад в разработку теоретических и практических аспектов государственного регулирования фондового рынка внесли отечественные и зарубежные ученые Л.И. Албалкин, М.Ю. Алексеев, Б.А. Алехин, В.В. Булатов, И.В. Галкин, Л.И. Григорьев, Г.А. Гурвич, Ю.А. Данилов, А.П. Иванов, А.В. Комаров, О.Н. Константинов, О.И. Лаврушин, В.И. Малюгин, Я.М. Миркин, В.Т. Мусатов, Б.Б. Рубцов, Ю.С. Сизов, Е.А. Суханов, С.Д. Чижов, В.А. Шаховой, А.В. Шестаков, П.Н. Шуляк, Л.А. Чалдаева, Г. Александер, Дж. Бейли, Дж. Литнер, Г. Марковец, Дж. Сорос, Дж. Трейнер, Дж. Р. Хикс, Дж. Ван Хорн, У. Шарп и др.

Несмотря на большое число публикаций, пока отсутствуют научные работы, в которых бы в комплексном плане рассматривались вопросы государственного регулирования фондового рынка и пути его совершенствования. Лишь в отдельных журнальных публикациях косвенно затрагивается эта проблема. Более того, в отечественной экономической литературе по-прежнему имеют место диаметрально противоположные мнения о роли государства в развитии фондового рынка, необходимости его государственного регулирования. При этом зачастую игнорируется положительное воздействие хорошо организованного, умело регулируемого и строго контролируемого фондового рынка на успешное и устойчивое развитие реального сектора экономики. Все это, теоретическая и практическая значимость дальнейших научных разработок в этом направлении предопределило цель и задачи исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является оценка современного состояния отечественного фондового рынка, разработка и обоснование основных направлений совершенствования его государственного регулирования.

В соответствии с поставленной целью в диссертации осуществлялось решение следующих задач, определивших структуру работы:

- уточнение сущности и функций фондового рынка;
- оценка современного состояния отечественного фондового рынка и проявления его новых качеств;
- выявление тенденций развития фондового рынка России;
- обоснование необходимости государственного регулирования фондового рынка и его механизм;
- раскрытие функций государства на фондовом рынке;
- разработка основных направлений совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка.

Объект исследования – отечественный фондовый рынок.

Предмет исследования – отношения между субъектами фондового рынка и государством, возникающие в процессе совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам фондового рынка и инвестиционных процессов, а также

законодательные и нормативные акты, регламентирующие процесс формирования и развития отечественного фондового рынка

В методологическую основу исследования были положены разнообразные современные методы: системный подход, аналитический, комплексно-факторный, абстрактно-логический, экономико-статистический анализы, методы аналогий, сравнительных и экспертных оценок, экстраполяции тенденций, статистической обработки данных по фондовому рынку.

Информационной базой исследования послужили материалы различных круглых столов, российских и международных научных конференций, журнальные статьи, статистические материалы Госкомстата РФ, Российской торговой системы (РТС), Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), данные ФКЦБ России (ныне ФСФР), экспериментов, проводившихся в г. Москве.

Научная повизна диссертационного исследования заключается в следующем:

- внесены уточнения в трактовку фондового рынка, под которым следует понимать рынок финансовых инструментов – инвестиционных ценных бумаг, представляющих фондовую ценность, которые могут быть использованы хозяйствующими субъектами для воспроизводства капитала в целях устойчивого развития;

- выявлено проявление новых качеств отечественного фондового рынка (внутренняя устойчивость, определенная независимость от мировых финансовых и сырьевых рынков, емкость, ликвидность и т.д.), которые связаны с преодолением ограничений деятельности его главных фигурантов (эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка), в результате чего он начинает выполнять свою главную макроэкономическую функцию – трансформацию сбережений в инвестиции;

- доказано, что при строгом государственном регулировании и контроле работы профессиональных участников фондового рынка и эмитентов, данный рынок будет весьма убедительно демонстрировать удобство, выгодность и надежность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики;

- обобщены и выделены наиболее существенные функции государства на фондовом рынке (институциональная, законодательная, контрольная, стабилизирующая, антимонополия, защитная, перераспределительная, инвестиционная, информационная, стимулирующая);

- разработаны основные направления совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка, которые связаны с усилением контроля за рисками, созданием эффективной системы налогообложения.

Наиболее существенные научные результаты, полученные лично соискателем и выносимые на защиту, состоят в следующем:

- уточнена сущность фондового рынка, выявлены и обоснованы его наиболее существенные специфические функции: трансформационная (перевод сбережений в инвестиции), перераспределительная (перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, хозяйствующими субъектами), аккумулирующая (аккумуляция и мобилизация свободных денежных средств инвесторов), инновационная (воздействие на развитие наиболее перспективных производств, внедрение в практику хозяйствования передовых инновационных технологий и разработок);

- определены наиболее существенные недостатки, присущие отечественному фондовому рынку (наличие барьеров между рынком и реальным сектором, господство нерыночных форм присвоения корпоративных доходов, привязка к предприятиям нефтегазового сектора, узкий круг финансовых инструментов, высокие издержки эмитента по выходу на рынок, отсутствие специализированных технологий для широкого вовлечения в финансовый оборот значительных денежных средств населения, противоречие в интересах владельцев контролирующих пакетов акций предприятий и моноритарных акционеров и др.), сдерживающие привлечение инвестиций в реальный сектор экономики;

- выявлены причины недостаточного развития отечественного фондового рынка: отсутствие единого биржевого пространства, эффективных инструментов борьбы с использованием инсайдерской информации; бюрократизм при регистрации эмиссий; наличие института финансовых консультантов; слабая защита прав инвесторов и акционеров; изъяны и противоречия в законодательстве;

- доказано, что фондовый рынок, с одной стороны, должен быть максимально открытым для массового инвестора, а, с другой, - востребован как средство привлечения капитала эмитентами;

- обоснована необходимость реформирования отечественного фондового рынка, которая должна найти соответствующее конкретное отражение в «пакете» институциональных российских реформ;

- предложены: схема действия именного инвестиционного счета налогоплательщика, связанная с освобождением его от налога, взимаемого с

дивидендов по акциям в случае их реинвестирования; схема действия компенсационного фонда профессиональных участников фондового рынка, за счет которого инвесторы получают возмещения в случаях наступления неблагоприятных событий.

Теоретическая и практическая значимость работы. Основные теоретические выводы и положения диссертационного исследования могут быть использованы при разработке с федеральной и региональных программ развития фондового рынка, в преподавании ряда дисциплин высшей школы – «Финансы», «Рынок ценных бумаг», «Налоги и налогообложение», «Операции на рынке ценных бумаг».

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертационного исследования докладывались автором на III Международном социальном конгрессе «Глобальная стратегия социального развития России: социологический анализ и прогноз» (2003 г.), научных конференциях, годичных научных чтениях, семинарах. Они используются в работе Центрального федерального округа, учебном процессе социально-экономического факультета Российского государственного социального университета.

По теме диссертационного исследования опубликованы 3 печатные работы общим объемом 2,5 п.л.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Она изложена на 158 страницах, содержит 4 таблицы и 9 рисунков.

Структура диссертации:

Введение

**ГЛАВА I. ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ КАК ОСНОВА
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА**

- 1.1. Фондовый рынок: сущность, функции
- 1.2. Современное состояние отечественного фондового рынка, проявление его новых качеств
- 1.3. Тенденции развития отечественного фондового рынка

**ГЛАВА II. МЕХАНИЗМ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ
ФОНДОВОГО РЫНКА**

- 2.1. Необходимость государственного регулирования фондового рынка
- 2.2. Функции государства на фондовом рынке

**ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ
ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО
ФОНДОВОГО РЫНКА**

- 3.1. Усиление организационно-правового регулирования фондового рынка
- 3.2. Улучшение государственного регулирования рисков на фондовом рынке
- 3.3. Совершенствование системы налогообложения на фондовом рынке

Заключение

Список использованной литературы

II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Во **введении** дано обоснование темы диссертационного исследования, определены цель, задачи, предмет и объект исследования, приведена теоретическая и методологическая основа, а также информационная база исследования.

Проведенное диссертационное исследование основано на гипотезе о необходимости и возможности государственного регулирования отечественного фондового рынка и обосновании основных направлений его совершенствования. В этой связи проблемы усиления организационно-правового регулирования, регулирования рисков и совершенствования системы налогообложения на фондовом рынке приобретают особую актуальность и практическую значимость.

В первой главе диссертации – **«Фондовый рынок России как основа экономического роста»** рассмотрены методологические аспекты формирования фондового рынка в России в условиях рыночной экономики. Раскрыты предпосылки формирования фондового рынка, современное его состояние и тенденции развития.

Значение фондового рынка в экономике России и его роль в инвестиционном процессе определяются следующими обстоятельствами:

- фондовый рынок расширяет возможности инвестирования денежных средств в производство, что позволяет увеличивать производственные мощности страны, накапливать ресурсный потенциал;
- с помощью фондового рынка облегчается развитие перспективных производств и отраслей, обеспечивающих максимальную прибыль инвесторам, а в отдельных случаях (эмиссия государственных долговых обязательств) – решение общественно значимых задач (социальный эффект);
- перераспределение капиталов, осуществляемое на фондовом рынке, их межотраслевой перелив способствуют ускорению научно-технического прогресса, внедрению современных технологий и достижений в производство, обеспечивая эффективное использование ограниченных ресурсов и оптимальные пропорции воспроизводства.

Обращение на фондовом рынке ценных бумаг, в определенной мере позволяет контролировать экономику страны, регулировать экономические процессы как на макро-, так и микроуровнях (например, при регулировании механизма приватизации госсобственности или в процессе обращения государственных долговых обязательств). Наконец, фондовый рынок является

важнейшим механизмом рыночной экономики, обеспечивающим предоставление инвестиций в реальный сектор экономики.

Анализ современного состояния отечественного фондового рынка, проведенный автором, позволяет сделать выводы о существенных изменениях его состояния, произошедших в его деятельности за последние четыре года

Изменения состоят в следующем:

1. Фондовый рынок начал выполнять свои функции инвестиционного механизма и реально используется в этом качестве многими российскими предприятиями. В 2003 г. объем инвестиционных ресурсов, привлеченных российскими предприятиями на фондовом рынке, составил примерно 18% от объема инвестиций в основной капитал.

2. Отечественный фондовый рынок обретает внутреннюю устойчивость и ему присуща низкая волатильность. Происходит устойчивый рост цен на российские ценные бумаги.

3. Российский фондовый рынок становится независимым от мировых финансовых и сырьевых рынков. Россия является одной из немногих стран, фондовый рынок которой достаточно спокойно переживает нынешние катаклизмы в мировой экономике.

4. Отечественный инвестор становится основным на фондовом рынке, вторичный рынок российских корпоративных ценных бумаг концентрируется на российских фондовых биржах. Российские инвесторы активно участвуют в покупке еврооблигаций, размещаемых российскими предприятиями. На внутреннем рынке акций стали доминировать мелкие частные инвесторы, т.е. население.

5. Отечественный фондовый рынок обладает достаточной емкостью, рынок акций стал одним из крупнейших среди развивающихся рынков. Показатели его роста были опережающими в сравнении с другими макроэкономическими показателями. Так соотношение капитализации и валового внутреннего продукта составляли в 2002 г. 33,3%, что выше, чем в Китае, Бразилии, Мексике, не говоря уже о Чехии, Венгрии, Польше и др. К концу 2003 г. капитализация российского фондового рынка составила около 300 млрд. долл. США.

6. Фондовый рынок, как механизм привлечения инвестиций, стал доступным для многих российских компаний различных отраслей и регионов. Он более эффективен по сравнению с банковским кредитованием.

7. Российский фондовый рынок все больше начинает восприниматься как часть мирового фондового рынка. Повышается интерес иностранных инвесторов к российским ценным бумагам.

Отечественный фондовый рынок начал приобретать новые качества благодаря преодолению основных ограничений, которые были связаны с деятельностью его главных участников: эмитентов, инвесторов и профессиональных участников рынка (посредников).

Как показал анализ отечественного фондового рынка, проведенный автором, на его развитии отрицательно сказываются многие нерешенные до сих пор проблемы, которые не позволяют превратить его в эффективно действующий механизм привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. Среди этих проблем, по мнению автора, следует выделить:

- во-первых, отсутствие единого биржевого пространства. В настоящее время в России имеется несколько изолированных рынков, из-за чего происходит размывание ликвидности. В свою очередь низкая ликвидность затрудняет доступ на рынок новых инвесторов и эмитентов;

- во-вторых, отсутствуют инструменты борьбы с инсайдерской информацией. В российском законодательстве нет норм, которые бы устанавливали запрет на использование инсайда и определяли, как этому противодействовать;

- в-третьих, бюрократизм при регистрации эмиссий, приводящий к потере оперативности в процессе подготовки к выпуску ценных бумаг;

- в-четвертых, наличие института обязательных финансовых консультантов, привлекаемых при подготовке эмиссии ценных бумаг;

- в-пятых, отсутствие системы автоматического раскрытия информации эмитентами ценных бумаг;

- в-шестых, слабая защита прав инвесторов и акционеров, покупающих эмиссионные ценные бумаги;

- в-седьмых, противоречия в законодательстве РФ в отношении фондового рынка. Многие стороны взаимоотношений субъектов фондового рынка регулируются не законами РФ, а нормативными актами ФКЦБ, которая сама устанавливала правила и сама требовала их исполнения.

Автор пришел к выводу, что отечественный фондовый рынок сможет убедительно демонстрировать надежность и выгодность вложений средств в форме инвестиций в реальный сектор экономики только при изменении

институциональной организации фондового рынка, строгом государственном его регулировании и контроле работы его профессиональных участников

Вторая глава «Механизм государственного регулирования фондового рынка» посвящена анализу необходимости государственного регулирования фондового рынка и развитию функций государства в этом процессе.

Для современной России весьма актуальной является парадигма активного государственного регулирования фондового рынка, которое не может ограничиваться только контролем над соблюдением требований законодательства его профессиональными участниками. При этом меры и степень воздействия государства на фондовый рынок должны быть научно обоснованы, а возможные реакции фондового рынка на перспективу спрогнозированы с помощью методов экономико-математического моделирования.

Превращение фондового рынка в механизм инвестиционного обслуживания экономики возможно при наличии ясной стратегии государства по реформированию фондового рынка. В российской экономической литературе высказываются различные точки зрения по вопросу о роли государства в развитии фондового рынка, необходимости государственного регулирования отношений в этой сфере, степени участия государства в активизации процесса трансформации сбережений в производственные инвестиции через фондовый рынок и о стимулировании платежеспособного спроса на корпоративные ценные бумаги.

Сторонники либеральной рыночной экономики высказываются за ограничение вмешательства государства в сферу обращения фондовых ценностей рамками функции обеспечения права собственности. Позиция, близкая к монетаристской концепции, в соответствии с которой считается, что регулирование фондового рынка надо ограничить лишь регулированием денежной массы через манипулирование процентными ставками¹.

Принципиально иная точка зрения на процессы регулирования фондового рынка, исходит из того, что рынок ценных бумаг мешает инвестиционному процессу на современном этапе, так как в основном он спекулятивен и оттягивает дефицитные денежные ресурсы из производственной сферы. Он не выполняет необходимых общественных функций и временно должен быть сужен или вовсе закрыт².

Видимо, это крайние позиции и истина где-то находится посередине.

¹ Илларионов А. Ответ на многие вопросы - либеральная экономическая политика // Рынок ценных бумаг - 1999 - № 9

² Глазьев С. Пути преодоления инвестиционного кризиса // Вопросы экономики - 2000 - № 11 - с. 21

По-нашему мнению, среди задач, которые нужно решать в области государственного регулирования фондового рынка в настоящее время следует выделить:

- создание ясной и непротиворечивой законодательной нормативной основы фондового рынка,
- обеспечение прозрачности и открытости рынка ценных бумаг;
- построение системы гарантий соблюдения прав всех субъектов фондового рынка при неременном условии скрупулезного исполнения возлагаемых на них обязательств.

Перечисление подобного рода задач можно продолжить, Важно подчеркнуть, что формулировка каждой задачи должна быть подчинена одной цели государственного регулирования функционирования фондового рынка. Если решение какого-либо вопроса непосредственно не приближает к этой цели, такой вопрос не должен рассматриваться как предмет заботы государства. Такие проблемы должен решать сам рынок, точнее его организационные структуры (биржи, торговые системы и др.), ассоциации и некоммерческие объединения профессиональных участников фондового рынка. Важно, чтобы принимаемые ими решения не противоречили цели государственного регулирования.

Государственное регулирование должно быть твердым, даже жестким. Это относится к установлению основных норм, которые должны соблюдать все участники рынка: инвесторы, эмитенты, профессиональные участники (регистраторы, депозитарии, брокеры, дилеры). Столь же жестким должен быть и контроль за соблюдением этих норм. Но во всех случаях, когда участники рынка могут сами регулировать свою деятельность, если они стремятся к честной, открытой, прозрачной работе, в этих случаях государство должно уступать место саморегулируемым организациям участников фондового рынка.

Обобщая функции государства на фондовом рынке в условиях российской экономики, следует, на наш взгляд, выделить наиболее существенные функции: институциональную, законодательную, контрольную, стабилизирующую, антимонопольную, защитную, перераспределительную, инвестиционную, информационную и стимулирующую. Каждая из этих функций имеет самостоятельное значение, Однако государственное регулирование фондового рынка будет тем более эффективным, чем в большей мере будет проявляться взаимосвязь и взаимозависимость перечисленных функций.

В третьей главе «Основные направления совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка» формулируются направления и конкретные предложения по усилению организационно-правового регулирования фондового рынка, регулирования возникающих рисков и совершенствования системы налогообложения на фондовом рынке.

Для того, чтобы качественно изменилась роль фондового рынка в экономике России и он более эффективно выполнял свои макроэкономические функции в части трансформации сбережений в инвестиции, обслуживающие реальную экономику, необходимо:

1. Включить отечественный фондовый рынок в «пакет» институциональных реформ, проводимых правительством РФ и в первую очередь привести в порядок нормативно-правовую базу и устранить противоречия в законодательстве РФ в отношении фондового рынка. Вся система законодательного и нормативного обеспечения фондового рынка очень сложна и полна противоречий. Исторически сложилось так, что на начальном этапе становления фондового рынка занимались два основных регулятора: ФКЦБ и Банк России. Каждый из них придерживался своей линии развития рынка, поэтому в настоящее время существует множество нормативных документов разных статусов, дублирующих друг друга. Значительная часть норм устанавливалась не на уровне законов, а на уровне ведомств.

2. Оказать существенное влияние на поведение эмитентов ценных бумаг. Фондовый рынок предоставляет компаниям возможность привлекать необходимые долгосрочные финансовые ресурсы для своего развития, но далеко не все из них желают ими пользоваться. Сегодня лишь около 100 российских ОАО (0,2% общего количества) используют такие возможности. Остальная масса акционерных обществ не использует эти возможности, поскольку им это невыгодно в современных условиях хозяйствования, где господствуют нерыночные формы присвоения корпоративных доходов

3. Существенно повысить уровень развития самого финансового посредничества. Сегодня на него отрицательно влияют многие факторы:

- низкая эффективность организации инфраструктурных систем, технологий взаимодействия каналов «биржа-брокер-клиент»;

- большое количество низкокапитализированных операторов фондового рынка, уровень квалификации которых не позволяет обеспечить эффективное комплексное обслуживание инвесторов;

- значительный дефицит профессиональных управляющих активами;
- использование операторами рынка инсайдерской информации и технологий по манипулированию ценами.

4. Создать информационную систему фондового рынка (ИСФР), в которой вся информация о зарегистрированных проспектах эмиссии, раскрытии информации о финансово-хозяйственной деятельности эмитентов находилась бы в единой информационной базе и осуществлялась в автоматическом режиме без участия сотрудников Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) и информационных посредников.

5. Заинтересовать отечественных операторов и, прежде всего, население в использовании фондового рынка, чтобы население стало инвестором национальной экономики. Нельзя сбрасывать со счетов почти 70 млрд. долл. неучтенных сбережений населения, из которых, по оценкам экспертов, около 40 млрд. долл. может быть инвестировано на фондовом рынке.

6. Приступить к реализации идеи создания единого мегарегулятора отечественного финансового рынка, получившего одобрение в конце 2004 г. на заседании Правительства РФ. Суть проблемы в том, что до марта 2004 г. роль регулятора российского фондового рынка выполняла Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ). Несмотря на достаточно широкие полномочия этого органа, они не распространялись на регулирование и надзор долговых обязательств Правительства РФ и субъектов РФ. За пределами компетенции ФКЦБ оставалось регулирование деятельности страховых компаний, Пенсионного фонда России, негосударственных пенсионных фондов, т.е. организаций, которые являются наиболее активными участниками фондового рынка. ФКЦБ не регулировала деятельность товарных и валютных бирж. Все, что не попадало под юрисдикцию ФКЦБ, регулировали другие федеральные органы РФ: Министерство финансов, Министерство по антимонопольной политике и поддержке предпринимательства, Центральный банк и др. Это сказывалось на эффективности регулирования фондового рынка.

7. Разработать результативную систему оценки эффективности государственного регулирования фондового рынка, которое должно исключить последствия, наносящие ущерб народнохозяйственной эффективности. В общем виде критерии системы оценки эффективности регулирования фондового рынка представлены на рис. 1.

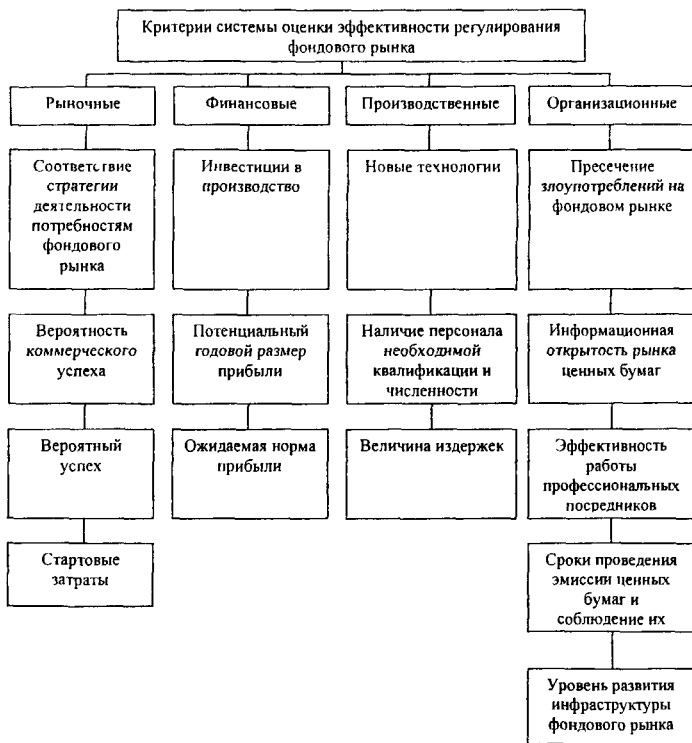


Рис. 1 Критерии системы оценки эффективности регулирования фондового рынка

Формирование цивилизованного фондового рынка в современных условиях должна быть коллективной работой всех его субъектов: эмитентов, посредников, инвесторов, законодателей, основанная на законности, взаимном понимании и при активном участии государства. Прямое государственное вмешательство в функционирование фондового рынка позволит обеспечить предприятия источниками финансирования своего развития, не зависящим от возможностей бюджета, и сэкономить его средства для выполнения основной задачи – финансирования социальных реформ.

Серьезным недостатком работы государственных органов регулирования фондового рынка является отсутствие контроля за рисками. Уровень рисков на российском рынке в настоящее время чрезвычайно высок, что обусловлено слабостью законодательной и нормативной базы, недостаточным развитием механизмов регулирования и отсутствием полностью завершенной

государственной системы защиты прав и интересов инвесторов. Любые действия на фондовом рынке сопряжены с массой различного рода рисков. Но при этом каждый участник рынка, а особенно профессиональный участник, всегда стремится минимизировать риски, так как только в этом случае появляются шансы на получение дохода от операций с ценными бумагами.

Все риски на фондовом рынке можно разделить на системные и несистемные. Системный риск – это риск падения или даже краха всего фондового рынка, риск изменения рыночных параметров: цен базовых активов (акций, облигаций и других ценных бумаг), срочных инструментов, параметров, отражающих активность рынка и корреляций между ценами финансовых инструментов. Понятно, что такой риск имеют все без исключения ценные бумаги. Но такое развитие событий происходит на развитых рынках весьма редко.

Все иные риски, с которыми сталкиваются операторы фондового рынка, а, следовательно, и инвесторы, относятся уже к несистемным рискам. Они представлены на рис. 2.

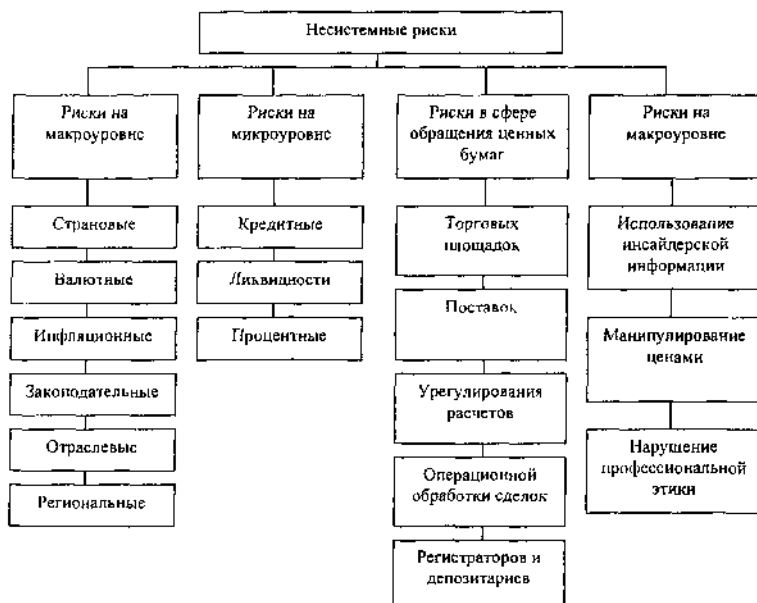


Рис.2. Несистемные риски

На макроуровне к несистемным рискам относятся: страновые, валютные, инфляционные, законодательные, отраслевые и региональные.

На микроуровне к несистемным рискам относятся:

- кредитные, когда компании (эмитенты) долговых обязательств оказываются не в состоянии выплачивать процент по кредитам или даже основную сумму долга, иными словами, просто объявляют дефолт;

- риски ликвидности, которые связаны с невозможностью быстрой реализации ценных бумаг в необходимых объемах без потери их курсовой стоимости;

- процентные -- риски потерь, которые могут понести инвесторы и даже эмитенты при неожиданном и резком изменении процентных ставок на рынке.

Несомненно, что указанные выше риски на макро- и микроуровне должны находиться под жестким контролем государства и регулятора фондового рынка.

Операторы рынка должны определять риски, которые несут в процессе своей деятельности, процедуры управления каждым видом риска, требования к раскрытию информации об управлении рисками, содержанию и периодичности внутреннего контроля за управлением рисками.

На развитых фондовых рынках непременным условием их деятельности является страхование финансовых посредников. Поэтому разработку страховых продуктов для российских операторов рынка ценных бумаг следует осуществлять с учетом опыта, накопленного на западных рынках, а также опыта активно развивающегося в последние годы страхования в банковском секторе. Непременным условием для разработки и внедрения механизмов страхования операторов рынка ценных бумаг должно быть повышение финансовой прозрачности их деятельности.

Страхованию в первую очередь должны подлежать операционные риски, к которым относятся:

- непреднамеренные ошибки, небрежность или упущения персонала или руководства оператора рынка;

- сбои в работе программно-технических комплексов и средств связи оператора рынка с клиентами и контрагентами;

- умышленные противоправные действия работников оператора рынка;

- совершение операций с поддельными (подложными) расчетными (платежными) документами, поддельными ценными бумагами, фальшивыми денежными знаками и др.

Наряду с активизацией практики страхования рисков операторов фондового рынка следовало бы привлечь их к участию в гарантийных (компенсационных)

фондах, позволяющих ограничить возможные потери инвесторов, связанные с проблемами операторов рынка или их противоправными действиями. В таких фондах должны аккумулироваться средства, выделяемые операторами рынка в целях покрытия возможных убытков инвесторов, вызванных кризисными обстоятельствами либо неэффективным управлением денежными средствами и ценными бумагами клиентов.

К настоящему времени накоплен значительный международный опыт по созданию и функционированию компенсационных фондов. В частности, в США создана и эффективно функционирует сложная система, позволяющая снизить нерыночные риски инвестиционной деятельности на рынке ценных бумаг и максимально смягчить их негативные последствия, особенно для частных инвесторов. Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги, созданная в США, является важной составной частью общей системы защиты прав инвесторов в этой стране.

Источниками формирования гарантийных (компенсационных) фондов могут стать:

- добровольные взносы в фонд операторов фондового рынка, других организаций;

- суммы штрафов, взыскиваемых с операторов рынка – членов саморегулируемой организации в порядке, установленном ее регламентом (для фондов, создаваемых при саморегулируемых организациях рынка ценных бумаг).

Система налогообложения является важным фактором эффективного функционирования и развития фондового рынка. Существенное продвижение в создании эффективной системы налогообложения на фондовом рынке было осуществлено с принятием второй части Налогового Кодекса РФ и, в частности, его главы 25. Тем не менее, налогообложение операций на фондовом рынке еще далеко от совершенства.

В частности требуют своего решения следующие проблемы:

- уровень обложения налогом на добавленную стоимость инвестиционных операций институциональных инвесторов и иных субъектов предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг, что делает операции на фондовом рынке менее привлекательными в сравнении с банковскими продуктами,

- существование до настоящего времени в России налога на эмиссию ценных бумаг;

- многократность налогообложения текущего дохода от инвестиций (дивидендов, процентов) при использовании инвестиционных механизмов, предлагаемых институциональными инвесторами (дивиденды выплачиваются эмитентом из прибыли, а затем облагаются налогом по ставке 6% у получателя доходов);

- налогообложение прибыли в части, направляемой на инвестирование;

- доходы, получаемые с помощью такого инструмента коллективных инвестиций, как инвестиционные фонды, которые также подлежат двойному налогообложению.

В большинстве стран правительства стремятся стимулировать вклады населения в инструменты коллективных инвестиций, и поэтому устанавливают в их отношении льготные режимы налогообложения. Поэтому, по мнению автора, при налогообложении участников фондового рынка необходимо учитывать следующие фундаментальные положения:

- применение идентичных налоговых режимов к однородным инструментам рынка, налогообложение реальных, а не номинальных доходов инвесторов;

- безусловный вычет для целей налогообложения убытков из прибылей по операциям с однородными финансовыми инструментами, объединенными общим налоговым режимом;

- сальдирование для целей налогообложения финансовых результатов от основной деятельности и от операций с финансовыми инструментами (включение процентов по займам в себестоимость и др.);

- устранение многократного налогообложения в отказ от введения налогов с оборота ценных бумаг;

- применение единого понятийного аппарата;

- унификация ставок налогов и принципов налогообложения в отношении инструментов финансового рынка;

- введение льготного налогового режима для некоммерческих организаций, выполняющих функции инфраструктурного обеспечения рынка.

В заключении диссертационного исследования обобщены результаты проведенного исследования, сформулированы основные выводы и предложения по рассматриваемой проблеме. Весь современный опыт функционирования зарубежного и отечественного фондового рынка показывает, что государственное регулирование является важнейшим инструментом его упорядочения, оптимизации и повышения эффективности.

III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Пилипенко Г.Н. Фондовый рынок и проблемы его становления: Сборник материалов работы секции «Экономический потенциал России и глобализация» на III Международном социальном конгрессе «Глобальная стратегия социального развития России: социологический анализ и прогноз». – М., ИТК «Дашков и К^о», 2003 – 0,3 п.л.

2. Пилипенко Г.Н. Отечественный фондовый рынок и проблемы его государственного регулирования: Сборник научных трудов «Актуальные проблемы социально-экономического развития России». – М.: ИТК «Дашков и К^о», 2004. – 0,7 п.л.

3. Пилипенко Г.Н. Основные направления совершенствования государственного регулирования отечественного фондового рынка. – М.: Изд-во МГСУ, 2004. – 1,5 п.л.

ПИЛИПЕНКО ГРИГОРИЙ НИКОЛАЕВИЧ

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ
РЕГУЛИРОВАНИЕ ФОНДОВОГО
РЫНКА И ПУТИ ЕГО
СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

**Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук**

Изд. лиц. ЛР № 020658 от 25.02.98, подписано в печать 28.02.2005
Формат бумаги 60x84 1/16 Гарнитура «Times». Усл. печ. л. 1,0.
Заказ №164. Тираж 100 экз.

Издательство МГСУ
107150, г. Москва, ул. Лосиноостровская, вл. 24
Издательско-полиграфический комплекс МГСУ
107150, г. Москва, ул. Лосиноостровская, вл. 24

к-577V

РНБ Русский фонд

2006-4

3310