6. *Дракер П.* Посткапиталистическое общество. С. 98.
7. *Сакайя Т.* Переосмысление проблем стоимости и богатства. С. 339.
8. *Фишер С., Дорнбуш и др.* Экономика. М., 1993. С. 303.
9. *Эренберг Р.Дж., Смит Р.* Современная экономика труда. Теория и государственная политика. М., 1996. С. 317.
10. *Хейне П.* Экономический образ мышления. М., 1991. С. 359.
11. *Хейне П.* Экономический образ мышления. М., 1991. С. 360.
12. *Критский М.М.* Человеческий капитал. Л., 1991. С. 20-21.
13. *Абалкин Л.И.* Использовать интеллектуальный и экономический потенциал для будущего России // Экономикс. 1999. № 8. С. 5-6.
14. *Валентей С., Нестерова Л.* Человеческий потенциал: новые измерители и новые ориентиры // Вопросы экономики. 1999. № 2. С. 90.

УДК 336.761

Головань С.И., к.э.н., доц.

Особенности функционирования и тенденции развития российского фондового рынка

В статье рассматриваются характерные черты и модели регулирования фондового рынка за рубежом, показаны проблемы функционирования и тенденции развития российского фондового рынка.

Ключевые слова: фондовый рынок, государственное регулирование, финансовый рынок, инфраструктура рынка.

В настоящее время фондовый рынок России вызывает все больший интерес в мировом экономическом сообществе, несмотря на свою небольшую историю. Высокая доходность разнообразных инструментов фондового рынка России привлекает к нему не только частных инвесторов и спекулянтов, но и крупные финансовые российские и зарубежные институты. Усилия, предпринимаемые как государством, так и самими участниками рынка по улучшению его функционирования и создания условий для стабильной работы, не проходят незамеченными: международные рейтинговые агентства Fitch, Moodys, Standart & Poor's (S&P) присвоили России и ряду компаний, чьи бумаги обращаются на фондовом рынке России достаточно высокие рейтинги [9].

Но не смотря на положительную тенденцию развития российского фондового рынка остается ряд неразрешенных проблем: ценовые манипуляции, спекуляции, использование инсайдерской информации, многочисленные конфликты интересов в деятельности менеджмента, инвестиционных аналитиков, концентрация собственности в крупных пакетах акций, доминирование на рынке корпоративных ценных бумаг акций предприятий топливно-энергетического сектора, низкая ликвидность акций основного числа компаний перерабатывающего сектора экономики, невысокий уровень корпоративного управления, низкая активность на рынке ценных бумаг физических лиц в качестве инвесторов. Одной из наиболее острых проблем рынка ценных бумаг является нарушение прав акционеров и инвесторов. Для лучшей защиты прав акционеров в России необходима серьезная доработка законодательства, регулирующего отношения инвесторов и менеджмента акционерных обществ. Также необходима для обеспечения эффективной работы рынка доработка налогового законодательства.

Регулирование фондового рынка представляет собой упорядочение деятельности всех его участников и операций между ними со стороны уполномоченных органов. Оно

охватывает различные виды деятельности и операций, осуществляемых на фондовом рынке. Государственное регулирование рынка ценных бумаг, является механизмом для поддержания равновесия взаимных интересов всех участников рынка ценных бумаг в рамках действующего законодательства. Оно необходимо, поскольку существует потребность в создании нормальных условий работы всех его участников, защите их прав, поддержании ценообразования в зависимости от спроса и предложения на рынке, развитии инфраструктуры фондового рынка. Его важная роль заключается не только в развитии рынка ценных бумаг, но и в развитии экономики всей страны. Недостаточное развитие фондового рынка, главным образом в результате отсутствия эффективного механизма государственного регулирования, приводит к ухудшению инвестиционного климата, недоверию потенциальных инвесторов.

Существует две модели государственного регулирования фондового рынка. В соответствии с первой, регулирование рынка в основном сконцентрировано в государственных органах, а небольшая часть полномочий по контролю, надзору и установлению правил передается саморегулирующимся организациям (СРО). Вторая модель предполагает больший объем полномочий саморегулирующихся организаций и сохранение за государственными органами основных контрольных функций и возможности вмешаться в процесс саморегулирования [1].

Выделяют также две модели регулирования рынка по степени жесткости предписаний для деятельности на нем. Так, в ряде стран система регулирования фондового рынка основывается на жестких, детальных правилах и формальных процедурах, жестком контроле за их соблюдением (США); другим странам свойственно наряду с жесткими предписаниями, использование неформальных договоренностей, традиций, переговоров по разрешению сложных ситуаций (Великобритания, Швейцария). Модель регулирования фондового рынка для того или иного государства не является заданной раз и навсегда. Как правило, модели могут модифицироваться в зависимости от изменений финансово-экономической конъюнктуры. Последней тенденцией в сфере регулирования рынка ценных бумаг в развитых странах является сближение германской и англо-американской систем финансирования хозяйства. В настоящее время осуществляется процесс объединения национальных фондовых рынков государств-членов ЕС. Интеграционное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в соответствии с нормами ЕС, регулирующими фондовый рынок, большинство из которых сформулированы как директивы. Эти директивы максимально учитывают опыт США в сфере раскрытия информации, пресечения манипулирования и инсайдерской торговли на рынке, а также обеспечения честных практик торговли. В мире усиливается тенденция преобразования банков в финансовые конгломераты, которые предоставляют услуги, характерные для компаний по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим [8].

Регулятивная структура российского рынка ценных бумаг имеет свои особенности. Так, характерной ее чертой является активное вмешательство государства и слабый надзор, а также противоречия в законодательных основах функционирования фондового рынка. Кроме того, недостатком российского законодательства в этой сфере является то, что в то время как документы, имеющие силу законов, регулируют узкие области, более комплексные акты являются подзаконными, а также отсутствие систематизированной правовой базы по рынку ценных бумаг. В российском законодательстве в отличие от зарубежных стран, где санкции за нарушения на рынке ценных бумаг содержатся в законах о ценных бумагах, недостаточно разработаны подобные меры ответственности и санкции. Отсутствуют реальные механизмы воздействия на нарушителей законодательства. Также еще одним из главных недостатков российского рынка ценных бумаг оставалось отсутствие единого государственного подхода со стороны органов государственного регулирования к формированию и развитию фондового рынка России и недостаточно отработанная система взаимодействия органов регулирования фондового рынка. Определяющим мотивом в действиях этих орга-

нов был конфликт ведомственных интересов. Единый орган по регулированию финансовых рынков был создан в соответствии с Указом Президента Российской Федерации «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти» от 9 марта 2004 г., на основании которого была упразднена Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг и создана Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР). Основными задачами Федеральной службы по финансовым рынкам являются обеспечение стабильности работы российского финансового рынка, повышение его эффективности и привлекательности для инвестиций, в том числе повышение прозрачности рынка и снижение инвестиционных рисков. Эти задачи решаются путем контроля за деятельностью участников финансовых рынков и создания нормативно-правовой базы, определяющей условия выпуска и обращения ценных бумаг, работы профессиональных участников, а также системы отчетности. Создание единого органа по регулированию финансовых рынков вытекало из необходимости сокращения расходов государства на надзор и регулирование финансового рынка. Кроме того, новая архитектура надзора и регулирования рынка ценных бумаг в России должна была привести к снижению непроизводительных издержек [4].

Таким образом, важное значение для функционирования фондового рынка имеют саморегулируемые организации, учреждаемые профессиональными участниками фондового рынка. На них также возлагается обязанность осуществления контроля за исполнением законов о ценных бумагах. Саморегулирование помогает укрепить доверие инвесторов к фондовому рынку и осуществляется во всех экономически развитых государствах. Например, в США существуют такие саморегулируемые организации, как Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (MA8B), Совет по выработке правил для муниципальных ценных бумаг (M8KB) и др. Они осуществляют контроль и могут накладывать на нарушителей законодательства и правил саморегулирующихся организаций штрафы, исключать из членов организации, отозвать аттестат у специалиста, приостановить его деятельности [7].

В России в настоящее время существуют Союз фондовых бирж, Национальная Ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). «Национальная фондовая ассоциация» (НФА) уже существует в России около 15 лет. Эта организация участвует в работе Международной ассоциации участников рынков капитала ЮМА, вместе с этой ассоциацией НФА ежегодно проводит Международную конференцию по интеграции российского финансового рынка в международный. НФА принимала активное участие в разработке первых на российском фондовом рынке профессиональных стандартов деятельности, в подготовке и реализации Программы восстановления фондового рынка и его секторов после кризиса 1998 г. и участвовала также в решении других важнейших задач финансового рынка. Саморегулируемые организации содействуют развитию инфраструктуры фондового рынка, здоровой конкуренции на нем, обеспечивают информационную, юридическую, техническую поддержку своих членов, способствуют совершенствованию законодательной базы фондового рынка, представляют интересы профессиональных участников данного рынка в государственных органах. Саморегулирование позволяет найти гармоничное сочетание интересов участников рынка в рамках допустимого.

Важным фактором повышения конкурентоспособности российского финансового рынка является создание его позитивного имиджа в глазах отечественных и зарубежных инвесторов. Необходимо сосредоточить усилия на том, чтобы преодолеть сохраняющиеся предрассудки в отношении неразвитости российского финансового рынка или незащищенности привлекаемых на российском рынке инвестиций. Необходима целостная система распространения информации и знаний о российском финансовом рынке как среди иностранных инвесторов, так и внутри России. Зачастую упрощенные представления российских предпринимателей о финансовом рынке, приверженность отдельных комментаторов и аналитиков штампам зарубежной прессы оборачиваются накоплением неоправданно негативных оценок реальной ситуации в России. Низкий уровень информированности населения, а также отсутствие доверия к инструментам финансовых рынков приводит к тому, что до сих

пор значительная часть сбережений граждан осуществляется в наличной форме, путем вложений в иностранную валюту и увеличения объема наличных денег на руках у населения. Построение системы информации о российском финансовом рынке позволит создать объективную картину реальных возможностей, которые предоставляет инвесторам и эмитентам российский финансовый рынок. 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 фондового рынка 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 мошенничества. Все участники рынка поэтому заинтересованы в том, чтобы он был правильно организован и жестко контролировался в первую очередь главным участником рынка - государством. Для повышения инвестиционной привлекательности российских компаний, решения существующих проблем государством предпринимается ряд мер. Так, инвесторам необходимо знать возможные риски вложения средств в ту или иную компанию. Для того, чтобы обеспечить их сведениями, необходимыми для принятия экономических решений, чтобы улучшить информационную прозрачность участников фондового рынка, были приняты в 2005 г. новые стандарты раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, которые содержат ряд предъявляемых к эмитентам требований, соответствующих международным стандартам. Переход предприятий на международные стандарты финансовой отчетности, дающие реальную оценку чистых активов корпорации, должен способствовать выходу российских компаний на зарубежные рынки капитала, повышению их капитализации на отечественном рынке и снижению цены привлекаемых средств.

Важной задачей остается привлечение физических лиц на фондовый рынок. Постоянное и осмысленное участие населения на финансовом рынке является одним из признаков не только повышения уровня жизни в стране, но и показателем определенной зрелости финансового рынка, обеспечивающего трансформацию индивидуальных сбережений в необходимые экономике инвестиции. Это свидетельствует и о росте знаний населения о финансовом рынке, о понимании им основных принципов функционирования рынка, включая оценку соответствующих экономических и иных рисков.

Серьезной проблемой выступает манипулирование рынком и использование инсайдерской информации. Совершенствуется нормативно-правовая база по регулированию фондового рынка. Одним из важнейших решений в этом направлении стало принятие в 2010 году закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком». До принятия этого закона, в российском законодательстве не было определено такого понятия как инсайдерская информация, что позволяло инсайдерам на неконкурентных условиях влиять на рыночные котировки. Отличительной особенностью законопроекта является комплексное решение проблемы защиты от злоупотреблений инсайдеров и лиц, манипулирующих рынком. Его действие распространяется как на финансовый (включая валютный), так и на товарный рынок. ФСФР предлагает понимать под инсайдерской информацией точные и конкретные сведения, которые не были раскрыты, распространены или предоставлены, а также данные, составляющие коммерческую, служебную и другую тайну, доступ к которой имеет определенный круг лиц (инсайдеры), раскрытие, распространение или предоставление которых может оказать существенное воздействие на цены финансовых инструментов или товаров. Кроме того, законопроект определяет круг инсайдеров и устанавливает запрет на использование инсайдерской информации при совершении сделок. Предполагается, что участники рынка ценных бумаг будут вести списки инсайдеров и осуществлять меры по выявлению и предотвращению незаконного использования инсайдерской информации. К манипулированию рынком законопроект относит ряд действий, к числу которых, в частности, относится распространение через СМИ (в том числе электронные), информационно-телекоммуникационные сети общего пользования (включая Интернет) или иным путем ложных сведений, способных оказать влияние на

цену, спрос или предложение финансового инструмента или товара, либо объем торгов. За манипулирование ценами, незаконное использование средств инвесторов и инсайдерской информации поправками в Уголовный кодекс предусматривается уголовная ответственность, приближенная к установленной в странах ЕС. На развитых рынках ценных бумаг торговля с использованием инсайдерской информации, а также мошеннические операции являются одними из наиболее серьезных нарушений, за совершение которых законодательство почти всех стран предусматривает суровые наказания. С целью выявления сделок с использованием служебной информации, манипуляций на рынке и других незаконных действий с ценными бумагами, а также обеспечения своевременного и полного раскрытия информации профессиональными участниками фондового рынка и эмитентами российским регулятором были подписаны соглашения с Федеральным органом по надзору за рынком ценных бумаг Германии, Управлением финансовых услуг Великобритании, Комиссией по ценным бумагам и биржам США. Также в целях защиты законных прав и интересов инвесторов вносятся изменения в законодательство, регулирующее отношения между участниками рынка ценных бумаг с целью повысить уровень прозрачности и раскрытия информации, что должно привести к уменьшению нарушения прав инвесторов в стране [3].

Но несмотря на ряд положительных изменений, Российская Федерация попрежнему занимает низкую долю на мировом фондовом рынке. Причинами недостаточной развитости отечественного фондового рынка является ряд нерешенных проблем, с которыми до сих пор сталкиваются участники рынка. Именно система государственного регулирования, способная к адаптации в меняющихся экономических, политических и социальных условиях страны, при участии саморегулирования может помочь решить существующие негативные тенденции на фондовом рынке.

Важная роль государственного регулирования фондового рынка в разных странах мира, несмотря на различия в их моделях, обусловлена необходимостью обеспечения единства фондового рынка, надзора за финансовым состоянием инвестиционных институтов и защиты прав инвесторов. Кроме того, эффективное государственное регулирование способствует в целом успешному развитию фондового рынка. Тем не менее, к вопросу о степени участия государства в развитии фондового рынка необходимо подходить взвешенно.

Таким образом, основной целью развития фондового рынка России в ближайшее десятилетие должно стать его превращение в высокоэффективный механизм перераспределения финансовых ресурсов, способствующий существенному увеличению привлечения инвестиций. Можно констатировать, что российский рынок ценных бумаг при всех существующих недостатках обладает огромным потенциалом развития.

Литература

1. *Баташов Д., Смолькин И., Фиолетов Е.* Системы регулирования рынка ценных бумаг в России и за рубежом. М.: Альпина Паблишер, 2003.

2. *Галанова В.* Рынок ценных бумаг. М.: Финансы и статистика, 2006.

3. *Добрынина Л., Малявина А.* Фондовый рынок и биржевая торговля. М., 2005.

4. *Золотарев В., Седенко В., Димитриади Н.* Российский фондовый рынок. Ростов н/Д.: ООО «Мини Тайн», 2006.

5. *Колесникова В., Торкановский В.* Рынок ценных бумаг. М.: «Финансы и статистика», 2006.

6. *Майоров С.* Рынок государственных ценных бумаг. М.: ИИЦ «Статистика России», 2006.

7. *Рот А., Захаров А., Миркин Я., Бернард Р.* Основы государственного регулирования финансового рынка. М.: ЗАО Юстицинформ, 2002.

8. *Рубцов Б.* Зарубежные фондовые рынки. М.: ИНФРА-М, 2001.

9. *GhashghaieS., Breymann W., Peinke J., Talkner P., Dodge Y.* Turbulent cascades in foreign exchange markets. Nature, 2006.