

*А. В. Марьина*

## **ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЕ ФОРМИРОВАНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ТРАНЗИТИВНОЙ ЭКОНОМИКЕ**

*Работа представлена кафедрой экономической теории и мировой экономики  
Уфимской государственной академии экономики и сервиса.*

*Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор И. В. Дегтярева*

**В статье автор рассматривает формирование российского рынка ценных бумаг с позиции институциональной теории. Исследует институциональное формирование фондового рынка и выделяет этапы его становления и развития, анализирует проблемы, возникающие на каждом институциональном этапе, препятствующие его более интенсивному росту.**

**In the given article the author considers the formation of the Russian equity market from the point of view of the institutional theory. The institutional formation of the equity market is studied and the stages of its formation and development are defined, the problems which arise on every institutional stage and which impede its more intensive growth are analyzed.**

Российский рынок ценных бумаг на протяжении последних 18 лет находится в состоянии непрерывных институциональных изменений. В современных условиях формирование и развитие сильного, дееспособного рынка ценных бумаг в России становится актуальным, так как создание устойчивой институциональной системы формирует такие правила, нормы и стандарты поведения, которые направлены на повышение качества жизни всех слоев населения.

С точки зрения институционального подхода понимание того, как функционирует институциональная система рынка ценных бумаг, требует учета сложных взаимосвязей между обществом и рынком. Эти взаимоотношения определяются набором институциональных ограничений, которые определяют способ функционирования рынка ценных бумаг. Институциональная структура рынка ценных бумаг является источником возникновения взаимоотношений между обществом и институтами данного рынка.

Институциональное развитие общества позволяет исследовать эволюционное развитие институтов рассматриваемого рынка в прошлом, настоящем и сделать прогноз на будущее.

Этапы формирования российского рынка ценных бумаг рассмотрены многими авторами, такими как Я. М. Миркин<sup>1</sup>, Б. Б. Рубцов<sup>2</sup>, Б. М. Ческидов<sup>3</sup>, А. Ю. Архипов<sup>4</sup> и др., но каждый из них рассматривал становление фондового рынка с позиции развития экономической системы в целом. Автор данной статьи предлагает проследить этапы развития российского рынка ценных бумаг с позиции институциональной экономики.

При основании российского рынка ценных бумаг правительство заимствовало законодательную базу, правила биржевой

торговли и другие элементы регулирования рынка ценных бумаг экономически развитых стран без учета национальной специфики. Например, основополагающие законы российского рынка ценных бумаг были заимствованы у Германии (закон об акционерных обществах) и США (законы о корпорациях, о ценных бумагах, о фондовых биржах). В связи с тем что ФКЦБ (ныне ФСФР), Минфин и другие властные структуры, курирующие фондовый рынок, опирались на законодательную базу и другие элементы его регулирования некоторых стран Западной Европы и особенно США, то это привело к негативным процессам, происходящим в современной экономике России. Например, постоянно вносимые поправки в инвестиционное законодательство, нарушение законов в конце концов привело к снижению доверия у инвесторов к рынку ценных бумаг.

За период экономических изменений в России возникли новые формы собственности, изменились типы, направления и насыщенность финансовых потоков, объемы и структура производства, соотношение цен и доходов различных групп населения и т. п. Однако в институциональной области изменения оказались не столь значительными.

С начала 1990-х гг., когда Россия вступила в полосу экономических реформ, российская экономика демонстрирует гораздо более интенсивное изменение важнейших макроэкономических показателей по сравнению с относительно стабильными экономикой развитых стран. Это позволяет охарактеризовать ее как быстрорастущую экономику, отличающуюся от более стабильных экономик развитых стран. Резкая интенсификация процессов в транзитивной экономике отражает общий принцип ее развития, в соответствии с которым переходные процессы в системах разной структу-

ры являются стремительными по сравнению с процессами стабильного развития.

В настоящей статье автором выделяются пять этапов формирования российского рынка ценных бумаг в эпоху экономических преобразований с позиций институциональных изменений. Институциональный подход помогает нам проследить, насколько копируемые западные институты прижились в условиях российского рынка ценных бумаг и смогут ли они эффективно работать.

**Первый этап (1990–1995 гг.) – стартовый.** Данный этап назван автором «стартовым», так как в эти годы идет формирование формальных институций, таких как:

- Постановление Советов министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. «Об утверждении Положения об акционерных обществах»;

- система приватизационного законодательства 1992–1994 гг.;

- Постановление Совета министров РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. «Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР»;

- Указ Президента РФ № 721 от 1 июля 1992 г. «Об объединении государственных предприятий в акционерные общества»

Помимо формирования законодательной базы появляются первые открытые АО, выпустившие акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк «Менатеп», Российская товарно-сырьевая биржа), начинают функционировать другие институты рынка ценных бумаг, например инвестиционные компании, в 1993–1995 гг. создается и развивается организованный рынок государственных ценных бумаг.

На данном этапе недостаточно внимания уделялось реформированию государственных институтов, что повлекло за собой рост уровня преступности. В правительстве начали доминировать руководители государственных предприятий, выигравшие от массовой приватизации (в результате приватизации, завершившейся к середине 1994 г., в их руках оказалось около од-

ной пятой части выпущенных акций и еще около двух пятых принадлежало персоналу этих предприятий, по данным Blasi et al. 1997). Государственная бюрократия стала применять ограничительные регламентирующие законы, которые сохранились со времени прежней системы.

В 1994 г. российский фондовый рынок впервые оказал опасное воздействие на экономику страны в целом и даже на политическое ее развитие. Неожиданный и серьезный рост объема сбережений населения и слабые механизмы регулирования фондового рынка привели к появлению множества операторов, работавших без малейшего следования нормам пруденциального надзора и с крайне низким уровнем обеспеченности. В то время правительство было не способно бороться с мошенничеством, предлагать привлекательные инструменты для сбережений и противостоять быстрорастущим финансовым пирамидам. Развитие в 1994 г. рынка ГКО до некоторой степени снизило объемы свободных денег в экономике, что негативно сказывалось на курсе рубля и уровне инфляции. Одновременно рынок ГКО с его выгодными процентными ставками выступал тормозом развития других видов деятельности в корпоративном сегменте рынка. В 1994 г. впервые наблюдался приток иностранных инвестиций в форме участия в акционерном капитале приватизированных предприятий. Отсутствие адекватной системы регулирования и стимулирования деятельности иностранных и внутренних инвесторов привело российский корпоративный фондовый рынок к зависимости от циклов и моделей операций зарубежных спекулятивных портфельных инвестиционных фондов. С завершением программы массовой приватизации (1992–1994 гг.) наступило окончание количественного этапа институциональных перемен, поскольку потребности эмитентов и инвесторов превзошли потенциал инфраструктуры рынка. Если в период 1992–1993 гг. можно было говорить об опережающем развитии инфраструктуры по срав-

нению с темпами развития рынка, то в период 1994–1995 гг. возникла необходимость создание инфраструктуры на качественно новом уровне, что и привело к хаосу на рынке, так как в эти годы он функционировал сам по себе без основного регламентирующего закона.

**Второй этап (1996–1999 гг.) – накопление.** Данный этап назван «накопление», так как в этот период продолжается формирование формальных институций. В 1996 г. были приняты и вступили в силу основополагающие для фондового рынка законы «Об акционерных обществах» и «О рынке ценных бумаг», но остались существенные пробелы и противоречия в нормативно-правовой базе рынка ценных бумаг (например, отставание законодательной базы в области прямых инвестиций, защиты прав инвесторов, в особенности иностранных).

В период 1996–1999 гг. происходит накопление опыта в сфере спекулятивной торговли на рынке ценных бумаг, накопление собственности в финансовых пирамидах. Также происходит накопление в развитии инфраструктуры рынка ценных бумаг, активизации деятельности саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов (акционеров).

В целом данный этап мог бы стать окончательным в процессе формирования российского рынка ценных бумаг, если бы не ряд допущенных ошибок.

Первая – доходность по государственным ценным бумагам превышала допустимый уровень (15–20% годовых в СКВ), что внесло дисбаланс в фундаментальные качества государственных ценных бумаг и что, в свою очередь, ставило под сомнение полное выполнение обязательств по внутреннему долгу РФ.

Вторая – это стратегическая ошибка в сфере управления внутренним долгом. Необходимо было переходить на более длинные долговые инструменты со сроком погашения более чем 5 лет.

Таким образом, последствия финансового кризиса 1998 г. позволяют говорить о

неизбежной длительности периода новой адаптации рынка к изменившимся экономическим условиям. Краткосрочные перспективы для нового роста активности на рынке в данный период являются неотъемлемым условием дальнейшего реального прогресса в институциональном плане. Если ранее быстрый рост рынка создавал все новые стимулы для развития его инфраструктуры, то в период после 1998 г. следует говорить и о затяжном кризисе элементов инфраструктуры рынка.

После кризиса рынок ценных бумаг продолжил свое поступательное развитие, но именно в этот период особенно ярко высветились дефекты внутреннего фондового рынка:

- главной целью игроков было получение спекулятивной прибыли, и лишь немногие из них были по-настоящему заинтересованы в долгосрочных инвестициях;
- на фондовом рынке работали в основном иностранные и лишь очень немногие отечественные инвесторы;
- эмитенты не были особенно заинтересованы в открытости рынка, поскольку, помимо прочего, они продолжали борьбу за корпоративный контроль;
- в тех случаях, когда отдельные регулирующие положения не противоречили друг другу, регулирование рынка со стороны государства было крайне слабым;
- правовая среда в отношении фондового рынка страдала различного рода изъянами и противоречиями.

Характеризуя правовую основу рынка, следует отметить ее фрагментарность и неспособность обеспечивать адекватную защиту прав инвесторов. Наиболее серьезными проблемами в этой сфере оставались следующие:

- отсутствие у преобладающего большинства участников рынка лицензии на проведение операций, что приводило, например, к выпуску суррогатов ценных бумаг (т. е. к публичному размещению ценных бумаг, которые не прошли государственную регистрацию) и не подразумевало серьезного наказания;

- отсутствие правовых механизмов определения и предупреждения мошенничества;
- отсутствие строгого регулирования инсайдерской торговли;
- трудности с предупреждением ценовых манипуляций;
- на стадии зарождения находится регулирование трансакций между аффилированными структурами.

По-прежнему остро стоит проблема инфорсmenta, которая находится в тесной связи с корпоративными конфликтами. Усилия по оптимизации правовых рамок в целях внесения упорядоченных изменений в права владения зачастую оказываются напрасными там, где отсутствуют средства и воля к следованию закону. От регулирующих инстанций на этом рынке требуется интенсификация инфорсmenta, доказательством чему служат объем и разнообразие нарушений в данной области.

**Третий этап (1999–2003 гг.) – обеспечение.** Данный этап автор называет «обеспечение», так как этому периоду характерен определенный рост реинвестирования капиталов, принят закон о приватизации, происходит реорганизация акционерных обществ. В 1999–2000 гг. началась активная внешняя экспансия «базового» предприятия и концентрация собственности в рамках вертикально интегрированных структур. В определенном смысле можно говорить о преодолении последствий приватизации, разорвавшей прежние отраслевые и межотраслевые технологические связи. Фактически происходит «сборка» прежних советских концернов и объединений, но уже на основе частной собственности и с освоением от лишних звеньев.

Для этого периода характерно влияние таких положительных факторов, как высокие цены на нефтяном рынке, продолжающийся рост российской экономики, своевременное выполнение платежей по внешнему долгу, признание России страной с рыночной экономикой и исключение из черного списка FATF, дальнейшее реформи-

рование российского законодательства в соответствии с требованиями рыночной экономики. В результате увеличилась капитализация российского рынка акций, выросли фондовые индексы. Соотношение капитализации российского рынка акций и ВВП повысилось с 33 до 48%. Увеличились объемы торговли ценными бумагами на организованных биржевых площадках. В биржевом обороте появились новые финансовые инструменты – паи паевых инвестиционных фондов.

Однако использовать возможности благоприятной макроэкономической ситуации для более быстрого развития рынка ценных бумаг в полной мере не удалось, так как помимо положительных факторов, оказывающих влияние на институциональное формирование рынка ценных бумаг, были и отрицательные факторы, такие как отсутствие значимых структурных изменений в экономике, например, реформа естественных монополий и ЖКХ, реформа госслужбы, а также реформирование банковского и фондового рынков, непрозрачные схемы корпоративного и финансового управления, значительный вес «политических факторов» при решении экономических споров явились помехой для нормального функционирования рынка корпоративных бумаг. В то же время развитие рынка ценных бумаг подавляется излишними административными барьерами, информационной замкнутостью, жестким и недостаточно эффективным регулированием и несовершенной практикой инфорсmenta, а также неразвитостью инфраструктуры.

Итогом, формирующим основные институциональные признаки третьего этапа развития российского рынка ценных бумаг, можно назвать следующие положения:

- принятие поправки к ФЗ «О рынке ценных бумаг», а именно новая редакция закона призвана сделать фондовый рынок России более прозрачным, введение понятия «манипулирование ценами»<sup>5</sup>, что дает возможность защитить рынок от таких опера-

ций, как распространение ложной или недостоверной информации; совершение сделок с ценными бумагами на торгах фондовых бирж и иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг, в результате которых не меняется владелец этих ценных бумаг; одновременное выставление поручений на покупку и продажу ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам; соглашение двух или нескольких участников торгов их представителей о покупке (продаже) ценных бумаг по ценам, имеющим существенное отклонение от текущих рыночных цен по аналогичным сделкам<sup>6</sup>, также закон ужесточает требования, предъявляемые к содержанию проспекта эмиссии и ежеквартальному отчету эмитента;

- создание Стабилизационного фонда;
- продолжение экономических реформ;
- существенно возросли политические риски инвестирования в российские финансовые активы, которые имели три причины:

1) конфликт власти и одной из ведущих нефтяных компаний России «ЮКОС»;

2) результаты парламентских выборов в декабре 2003 г.;

3) предстоящие выборы президента России.

Главной проблемой, требующей незамедлительного решения, является проблема законодательной базы. Законодательная основа этого периода остается несовершенной, в ней много пробелов. Как пишет К. А. Сидоров, «развитие рынка ценных бумаг может стать важным фактором устойчивости развития российской экономики. В то же время отсутствие законодательного урегулирования многих важных проблем, связанных с ценными бумагами и управлением акционерными обществами, наоборот, могут породить неустойчивость во всей экономике»<sup>7</sup>. Продолжая эту мысль, можно сказать, что нормальное, стабильное функционирование рынка ценных бумаг может обеспе-

чить бескризисное положение нашей экономики на долгие годы.

**Четвертый этап (2004–2007 гг.) – контроль.** Данный этап назван «контроль» с позиции прошедшей структурной реформы. Этот этап развития российского рынка ценных бумаг начался, по нашему мнению, с момента подписания президентом РФ Указа о реорганизации Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и созданию Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР) 9 марта 2004г.

Положительная динамика роста рынка ценных бумаг сохранилась благодаря следующим основным причинам:

- высокий уровень ликвидности банковского сектора;

- результаты выборов президента РФ;

- благоприятная конъюнктура мирового рынка нефти и металлов;

- достижение принципиального соглашения с Парижским клубом кредиторов о досрочном погашении примерно 45 млрд долл. в течение 3 лет;

- включение российских облигаций в индекс инвестиционного банка Lehman Brothers;

- повышение агентством S&P's суверенного рейтинга России до инвестиционного.

Однако, по мнению западных предпринимателей, в последние годы в России подавлялась внутренняя оппозиция, грубо нарушались права иностранных инвесторов, применялся энергетический шантаж к соседним государствам, также в России не наблюдалось заметного прогресса в сфере применения Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО). Число компаний, использующих МСФО, незначительно. Так круг выпусков акций российских компаний, в которые инвестированы активы российских паевых инвестиционных фондов (ПИФы), составляет около 450–500 выпусков. Лишь по 200–250 выпускам акций эмитенты составляют финансовую отчетность согласно МСФО, т. е. меньше чем в половине случаев. Данное обстоя-

тельство свидетельствует о том, что в основном инвестирование в акции российских компаний осуществляется вслепую, без достаточного уровня формализации инвестиционных стратегий. Таким образом, в сфере продвижения стандартов МСФО среди российских компаний не в полной мере использовался потенциал бирж, что сохранило и даже усугубило институциональные проблемы, лежащие в основе развития российского фондового рынка.

**Пятый этап (2008 г. – настоящее время) – управление.** По предположениям автора, данный этап должен характеризоваться грамотным управлением предприятиями, инвестициями и непосредственно самим рынком ценных бумаг и устранением существующих проблем, характерных для него в данное время.

Следует отметить, что в настоящий период существует разрыв между институциональными преобразованиями и текущей экономической политикой, оказывающей отрицательное действие на государственную собственность, которая по-прежнему подвергается распродаже, при этом поступления в бюджет не увеличиваются.

По проведенной Всемирным банком оценке результаты институционального

развития российского фондового рынка находятся на среднем уровне среди стран с развивающимся рынком. Россия отстает по развитию финансового сектора, политики стимулирования конкуренции, реформированию предприятий, в корпоративном управлении, обеспечении прав собственности, управлении государственным сектором (прозрачность, отчетность, снижение уровня коррупции).

Таким образом, в условиях транзитивной экономики институциональные преобразования на рынке ценных бумаг являются насущной необходимостью. Как показывает характеристика выделенных нами этапов формирования рынка ценных бумаг, заимствование институциональной структуры далеко не всегда приводит к лучшим и оптимальным вариантам. Напротив, она может укрепить такие институты, которые противоречат интересам общества.

Поэтому институциональный подход позволяет полнее учитывать все составляющие преобразований на рынке ценных бумаг, их влияние на поведение всех участников рынка и доверия к нему, а также на роль государственных органов в процессе формирования и развития рынка ценных бумаг.

#### **ПРИМЕЧАНИЯ**

<sup>1</sup> Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.

<sup>2</sup> Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансы и статистика, 2000.

<sup>3</sup> Ческидов Б. М. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М.: Экзамен, 2002.

<sup>4</sup> Архипов А. Ю. Рынок ценных бумаг. Ростов н/Д: Феникс, 2005.

<sup>5</sup> Под манипулированием ценами понимаются действия, совершаемые для создания видимости повышения и/или понижения цен и/или торговой активности на рынке ценных бумаг относительно существующего уровня цен и/или существующей торговой активности на рынке ценных бумаг, с целью побудить инвесторов продавать или приобретать публично размещаемые и/или публично обращаемые ценные бумаги.

<sup>6</sup> Федеральный закон № 185-ФЗ от 28.12.2002 г. «О рынке ценных бумаг».

<sup>7</sup> Сидоров К. А. Рынок ценных бумаг и устойчивое развитие экономики России // Сборник тезисов докладов Международной конференции стран СНГ «Молодые ученые – науке, технологиям и профессиональному образованию для устойчивого развития: проблемы и новые решения». М.: АМИ, 1999. Ч. 1. С. 74.