

Опубликовано в журнале «**Проблемный анализ и государственно-управленческое проектирование**», 2010, № 1, т.3, С. 30-46

МОДЕРНИЗАЦИЯ БЕЗОПАСНОСТИ НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА: ПРОБЛЕМЫ И ПОИСК РЕШЕНИЯ

Т.Б. Бердникова

Вопросы безопасности России после принятия Стратегии национальной безопасности встали в ряд первоочередных государственных задач. Однако на практике из сферы государственного внимания «выпали» вопросы финансовой безопасности, защищенности национального фондового рынка, что вызвало прямую зависимость отечественных финансов от кризиса рынка ипотечного кредитования США и обвалов зарубежных спекулятивных финансовых пирамид. В последнее время без остановки транслируются многочисленные декларации необходимости укрепления внутреннего финансового рынка, но отток отечественного финансового капитала за рубеж не теряет своей мощи. Не прекращается укрупнение акционерной собственности и замещение в регионах отечественных инвесторов «якорными» зарубежными. Фактическая структура национального фондового рынка крайне неустойчива, разрыв в уровнях капитализации и ликвидности столичных и периферийных фондовых рынков огромен. В этой связи актуальной становится модернизация антикризисной безопасности национального фондового рынка.

Национальный рынок ценных бумаг, опосредующий особый вид финансово-правовых отношений, возникающих в результате купли-продажи специальных финансовых активов – ценных бумаг, стимулирует мобилизацию капиталов, обеспечивает перераспределение свободных средств между различными сферами, отраслями экономики в пользу перспективных, развивающихся производств, т.е. оказывает определенное влияние на социально-экономическое развитие (табл.1). Инвестор

вкладывает деньги в ценные бумаги или с целью надежного сохранения и приращения капитала, что обеспечивают государственные ценные бумаги (ГЦБ), или с целью получения дохода в акции и облигации рентабельных устойчиво развивающихся предприятий - эмитентов.

Таблица 1

Формы влияния фондового рынка на социально-экономическое развитие		Прямое	Косвенное
Позиционирование рынка ценных бумаг			
Составляющая финансового рынка		Обеспечивает мобильный перелив капитала. Альтернативный рынку ссудного капитала финансовый механизм аккумулирует временно свободные финансовые средства юридических и физических лиц, привлекает иностранных инвесторов, необходимые для развития различных секторов экономики. Недостаточное развитие финансовых инструментов рынка ценных бумаг сокращает общее предложение (ассортиментную линейку) финансового рынка, а значит возможности привлечения потенциальных инвестиций в экономику.	Низкие темпы развития рынка ценных бумаг не позволяют активно развивать социальную сферу, т.к. недостаток инвестиций у эмитентов не позволяет им получать достаточную прибыль, за счет которой возможно финансирование строительства и поддержка объектов жилья, образования, культуры и т.п. В результате не обеспечивается комплексный характер территориального развития.
Часть мирового фондового рынка		Падение цен на ценные бумаги национальных эмитентов, обращающиеся на мировых фондовых рынках не способствуют экономической стабильности государства	Провалы мировых финансовых рынков мало влияют на достаточно автономный национальный фондовый рынок, на котором не обращаются массово иностранные ценные бумаги
Отдельная часть экономики		Позитивная динамика фондового рынка обеспечивает необходимый приток инвестиций в реальный сектор экономики, развитие которого обеспечивает необходимые условия социального развития. Падение фондовых индексов напрямую затрагивает	Падение курсов ценных бумаг не означает прямое разрушение бизнеса, титулами собственности которого они являются (сами заводы, фабрики и пароходы остаются в наличии).

составляющие их ценные бумаги крупных предприятий.	Обрушение фондовых индексов
Низкие дивиденды, малая курсовая стоимость отдельных ценных бумаг делают национальную экономику инвестиционно не привлекательной	касается смежников и поставщиков предприятий, ценные бумаги которых составляют падающие фондовые индексы

В свою очередь, рынок ГЦБ дает финансовые инвестиции на реализацию государственных программ и решение важных государственных задач, что обеспечивает стабильность социально-экономического развития. Инвестиции, привлеченные на рынке корпоративных ценных бумаг, идут на развитие определенных предприятий конкретных отраслей, что способствует расширению производства, росту прибыльности. Средства, вложенные в производные ценные бумаги, способствуют развитию финансово-хозяйственной деятельности и товарного, биржевого обращения, что положительно сказывается на расширении общественного воспроизводства. Рынок фондовых активов, таким образом, активизирует формирование эффективной, динамичной экономики.

Рынок ценных бумаг, как часть рыночной экономики, во взаимосвязи с рынками товаров, труда, капитала, природных ресурсов и социальных услуг обеспечивает функционирование общественного воспроизводства.

Как составляющая финансового рынка рынок ценных бумаг имеет тесную взаимосвязь с другими сегментами финансового рынка. Прямая взаимосвязь наблюдается с рынком ссудного капитала, т.к. во многих случаях выдача и получение кредитов сопровождается операциями с ценными бумагами (закладными, депозитными и сберегательными сертификатами и др.). Рынок золота и валюты опосредованно связан с рынком ценных бумаг, т.к. курс золота, валюты и котируемых ценных бумаг взаимосвязаны между собой как аналогичные инвестиционные объекты и финансовые инструменты. Если растет или падает курс валюты или золота, то наблюдается изменение и курса котируемых ценных бумаг.

Эта зависимость может быть как прямо, так и обратно пропорциональной, что связано с конкретной ситуацией на финансовом рынке и наличием или отсутствием возможности эффективных альтернативных финансовых вложений.

Как часть мирового фондового рынка фондовый рынок России привлекает иностранных инвесторов и через еврооблигации представлен на международном финансовом рынке. Таким образом, рынок ценных бумаг является, с одной стороны, своеобразным мостом между мировой и внутри российской инвестиционной деятельностью, а с другой стороны, выступает одной из базовых составляющих современной рыночной экономики и ее финансового механизма.

Исключительность фондового рынка состоит и в том, что на нем одновременно формируются финансовые инвестиции спекулятивного характера (представляющие вложения в ценные бумаги с целью получения спекулятивной прибыли посредством купли-продажи ценных бумаг); накопительного или промежуточного характера (переходящие в денежный или физический капитал, т.е. в реальные инвестиции); портфельного характера (являющиеся способом диверсификации вложений в целях уменьшения риска и повышения доходности).

Как самостоятельный экономический феномен, рынок ценных бумаг объединяет все слои общества в качестве участников фондовых операций, за счет привлекаемых инвестиций стимулирует социально-экономическое развитие, способствует росту инвестиционной самостоятельности экономических субъектов, обеспечивает свободную конкуренцию, влияет на социальную структуру и состояние общества. В отечественной литературе обосновывается позиция, согласно которой экономика рассматривается как частный случай хозяйства вообще, а хозяйство трактуется как производство

жизни в целом¹. С данной позиции, рынок ценных бумаг как активная часть финансового механизма является одним из базовых элементов, обеспечивающих возможность некоторой стабилизации экономической и социальной деятельности общества (табл.2).

Мировой экономический кризис, начавшийся в 2008 г. в целом подтвердил, что фондовый рынок действительно выполняет роль своеобразного буфера между провалами на финансовом рынке и социально-экономическим развитием. Это проявилось в смягчении прямого воздействия зародившегося в США финансового кризиса на мировую социум. При резком падении рынка американских ипотечных ценных бумаг прежде всего

Таблица 2

Влияние фондового рынка на социально-экономическую стабилизацию

Характеристики рынка	Описание характера проявления	Возможность влияния на стабилизацию социально-экономического развития
Универсальность	Ценные бумаги выступают как фиктивная форма капитала (фондовая ценность), являются специфическим инвестиционным товаром, в отдельных случаях - своеобразным заменителем денег. Облигации, векселя и сертификаты опосредуют долговые обязательства, Акции отражают долевое участие в акционерном капитале, деривативы – фиксируют контрактные условные обязательства.	Различные комбинации использования разных ценных бумаг обеспечивает реализацию определенных целей и задач социально-экономического развития
Всеобщность	Есть во всех видах, сферах и формах, уровнях экономической деятельности, во всех отраслях и территориях	Обеспечивает сбалансированный перелив капитала между отраслями, территориями, видами и сферами деятельности
Массовость	Много участников и видов ценных бумаг, большое число разнообразных одновременно протекающих фондовых операций	Привлечение временно свободных финансовых ресурсов отечественных и иностранных потенциальных инвесторов
Динамичность	Быстро нарастающие объемы фондовых операций, развитие разнообразных финансовых инструментов и диверсифицированная постоянно расширяющаяся инфраструктура.	Решение отдельные проблемы инвестиционного обеспечения социально-экономического развития
Активность	Быстрая реакция на политические, экономические и социальные события.	Чувствительность рынка позволяет отслеживать точки финансовых

¹ Самсин А.И. Основы философии экономики: Учеб. пособие для вузов.-М.:ЮНИТИ-ДАНА, 2003, С.8.

		провалов и успехов
Мобильность	Различные постоянно обновляющие технологии фондовых операций. Развитие Интернет-трейдинга и биржевых торгов в режиме реального времени	Реагирование на плохие и хорошие новости происходит мгновенно, что может (де) стабилизировать, социально-экономическое развитие
Демократичность	Дает реальные возможности свободы выбора инвестиционных решений потенциальным инвесторам	Привлечение инвестиций для решения различных социально-экономических задач
Волатильность (изменчивость)	Высокая неустойчивость в результате одновременного влияния разнонаправленных факторов обуславливает определенную рискованность вложения в ценные бумаги	Различные колебания рынка ценных бумаг вызывают неизбежные общие экономические флуктуации, могущие привести к катастрофическим последствиям и наоборот – умелое политическое дирижирование, менеджмент могут и должны приводить к позитивным изменениям.
Многообразие и единство	Разнообразие эмитентов и инвесторов посредников, видов деятельности и фондовых операций. Единство первичного и вторичного, биржевого и внебиржевого, отраслевых и региональных рынков, рынок различных видов ценных бумаг.	Множественность форм и видов операций профессиональных, неквалифицированных инвесторов, разных эмитентов с различными ценными бумагами позволяет решать любые задачи социально-экономического развития

«лопнули» фиктивные капиталы, имеющие в своей основе спекулятивные биржевые операции, влекущие крах банков, кредитовавших эти операции, которые «потянули» за собой проблемы вкладчиков этих банков, а также потери ликвидности инвестиционных компаний, делавших бизнес на рынке ипотеки и, как следствие, утрату средств инвесторов этих компаний, включая и российских. Размер кризисного падения во многом был связан со степенью диверсификации вложений тех или иных инвесторов, а также наличием и объемом страховых резервов.

(Необходимо отметить и то, что) В связи с глобальной мировой интеграцией фиктивного капитала от последствий мирового экономического кризиса 2008-2010 гг. пострадали многие страны, как активно спекулировавшие ценными бумагами, так и те, которые проявили излишнюю доверчивость и позволяли себя втягивать в эти спекуляции или опрометчиво разместившие национальные финансовые резервы в «одной корзине». Большая неопределенность в оценке размера падения, когда «дно» кризиса несколько раз переоценивалось, свидетельствует не только об отсутствии четкого знания о действительных размерах фиктивного

капитала и закрытости многих фондовых операций, но и высокой скорости виртуальности инструментов фондового рынка. Следует подчеркнуть, что лопнувшие пузыри фиктивного капитала в целом смягчили падение мировой экономики. Таким образом, рынок ценных бумаг ослабил прямое воздействие кризиса на социально-экономическое развитие, а значит, в определенной мере, сыграл роль буфера.

Однако развитие финансирования посредством рынка ценных бумаг пока не стало основой социально-экономического развития. Причинами этого послужили: отсутствие национальной доктрины и системы региональных программ развития фондового рынка, включающей в себя комплексный расчет социально-экономических последствий прогнозируемых вариантов; а разрабатываемые отдельные стратегии, концепции и программы развития рынка ценных бумаг имели общий рекомендательный характер; позднее принятие основных нормативно-правовых актов, регулирующих рынок ценных бумаг (федеральный закон "Об акционерных обществах" № 208-ФЗ был принят 26.12.1995 г., "О рынке ценных бумаг" № 39-ФЗ - 22.04.1996 г., "О переводном и простом векселе" № 48-ФЗ - 11.03.1997 г. "Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг" № 139-ФЗ - 29.07.1998 г., "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" № 46-ФЗ - 05.03.1999 г.; «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» № 160-ФЗ - 09.07.1999г. «Об ипотечных ценных бумагах» № 152 –ФЗ - 11.11.2003г.); форсированное строительство рынка ГЦБ, в основном ориентированного на привлечение иностранных инвестиций, при игнорировании необходимости развития массового вторичного рынка не котируемых на биржах акций приватизированных предприятий; подрыв доверия населения к рынку ценных бумаг из-за разрешения постоянной телерекламы ценных бумаг вскоре рухнувших финансовых пирамид и растворившихся фондов, в которые граждане (в

массе своей не имеющие представления о возможностях ценных бумаг, правах и ответственности потенциальных инвесторов) вкладывали не только приватизационные чеки, но и все свои сбережения; фрагментарное регулирование сложной организационно - экономической социальной системы взаимоотношений эмитентов, инвесторов, профессиональных участников рынка, посредников и консультантов по поводу владения, распоряжения, управления и кредитования ценными бумагами (титулами собственности) в части аттестации и лицензирования профессиональных участников, регистрации эмиссий и ведения реестров владельцев именных эмиссионных ценных бумаг без предварительной информационно-разъяснительной работы и малой юридической грамотности многих отечественных инвесторов привело к многочисленным банкротствам приватизированных предприятий, рейдерству, нарушению прав миноритарных акционеров из-за правовой неурегулированности большого числа вопросов массовой финансовой практики обращения акций.

В результате не был сформирован публичный массовый вторичный рынок акций, а на биржевых площадках в основном обращаются немногочисленные «голубые фишки». Рынок акций использовался для решения отдельных конкретных задач – приватизации и трансформации собственности, реструктуризации добровольно или принудительно обанкротившихся предприятий; рынок ГЦБ решал задачи покрытия дефицита бюджета на финансирование растущих государственных расходов, вексельный рынок и рынок суррогатных ценных бумаг выступал в качестве заменителей денег в условиях массовой неплатежеспособности хозяйствующих субъектов.

Таблица 3

Проблемы развития национального фондового рынка

Проблема	Институциональная природа (содержание)
Отрыв политических деклараций от социально-	<u>Нормы регулирования</u> не упреждают кризисные явления, не поощряют повышение инвестиционной активности. <u>Процессы управления</u> не предусматривают конкретных мер по переориентации

экономических реалий	спекулятивного характера рынка на инвестиционный созидательный. Регламенты институтов сформулированы в общем виде
Дисбаланс инвестиционного спроса и фондового предложения на макро и мезо уровнях	<u>Нормы регулирования</u> носят рамочный характер. <u>Процессы управления</u> стандартизированы для отдельных ценных бумаг и фондовых операций <u>Регламенты институтов</u> разработаны для ФСФР, профессиональных участников и эмитентов. Не разработаны стандарты фондовых операций на неорганизованном вторичном рынке ценных бумаг
Слабая мотивация инвестиционной активности бизнеса и населения	<u>Нормы регулирования</u> отсутствуют целевые нормативно-правовые акты и решения. <u>Процессы управления</u> Программа повышения финансовой грамотности населения. <u>Регламенты</u> отсутствуют
Недостаточная прозрачность, отсутствие статистики	<u>Нормы регулирования</u> не предусматривают общую открытость информации. <u>Процессы управления</u> -регулируется защита прав и интересов инвесторов, акционеров <u>Регламенты</u> требования по раскрытию информации эмитентами по выпуску и размещению ценных бумаг
Недостаточность периферийной инфраструктуры	<u>Нормы регулирования</u> касаются в основном первичного и организованного рынка. <u>Процессы управления</u> отрегулированы на организованном рынке. <u>Регламенты</u> нет стандартов обращения не котируемых на биржах ценных бумаг

Одновременно национальный рынок ценных бумаг стал местом финансовых спекуляций, роста состояний приватизационных миллионеров и строительства финансовых пирамид, что негативно повлияло на пропорциональность развития (разбалансированность инвестиционного спроса и фондового предложения отдельных отраслей и территорий, диспропорциональность развития рынка Центра и регионов; отрыв динамики рыночной капитализации акций от их фундаментальной стоимости) и вызвало ряд проблем (табл. 3).

Таблица
4.

Динамика ценных бумаг в структуре государственного внешнего долга РФ²

На начало года	Государственный долг, всего		в том числе:.			
	млрд.д. США	в %	Ценные бумаги, всего	в %	Еврооблигации	из них:
			млрд.д. США			Облигации внутреннего государственного валютного займа ОВГВЗ

² При расчете использованы данные, размещенные на веб-сайте Министерства финансов РФ, включающие задолженность бывшим странам- членам СЭВ.

					млрд. д.	в %	млрд.д.	в %
					США		США	
2001	139,3	100,0	47,2	33,8	36,4	26,1	10,8	7,7
2002	129,3	100,0	45,2	34,9	35,3	27,3	9,9	7,6
2003	122,1	100,0	46,2	37,8	36,9	30,2	9,3	7,6
2004	119,1	100,0	42,9	36	35,6	29,9	7,3	6,1
2005	114,1	100,0	42,4	37,1	35,3	30,9	7,1	6,2
2006	76,5	100,0	38,6	50,5	31,5	41,2	7,1	9,3
2007	52,0	100,0	36,8	70,7	31,9	61,3	4,9	9,4

Проблемы развития национального фондового рынка усугубляются тем, что с одной стороны, велико значение ценных бумаг в структуре внешнего и внутреннего государственного долга (табл.4,5), а, с другой стороны, на региональном и муниципальном уровнях фондовый рынок развивается фрагментарно (табл. 7). Это приводит к фактическому разрыву финансовой национальной системы, когда основным эмитентом (должником) государственных ценных бумаг выступает федеральное правительство, а субнациональные власти в основном выступают в роли потребителей государственных бюджетных ресурсов, рвется единство национального фондового рынка при его переконцентрации в Центре и «оголенности» периферии.

Необходимо отметить, что в целом стоимость ГЦБ в структуре государственного внешнего долга за период 1994-1999 гг. возросла в 5,4 раза, а в последующие 2000-2007гг. - в 3,2 раза. Для сравнения подчеркнем, что в 2000-е годы темп снижения объема ГЦБ в структуре государственного внешнего долга был значительно меньше темпов уменьшения самого внешнего долга. Так в период 2001-2007гг. государственный внешний долг РФ уменьшился на 62,7% , т.е. почти на 2/3, а ГЦБ - только на 22,04% или менее чем на 1/4. Причина этого состоит в изменении денежно-кредитной политики и общей структуры государственного внешнего долга. Если в 1994-1999 гг. основную долю государственного внешнего долга составляли кредиты, включая долги

бывшего СССР, то в 2001-2007гг. на первый план вышли еврооблигационные займы, что, с одной стороны, свидетельствует о росте инвестиционной привлекательности России, а с другой, говорит о развитии национального фондового рынка и повышении роли ценных бумаг, как инструментов привлечения инвестиций. Этот вывод подтверждает устойчивая позитивная динамика роста доли ценных бумаг в структуре государственного внешнего долга в 2001-2007гг. Таким образом, можно сделать общий вывод, что в 1990-е годы были заложены основы преимущественного использования ценных бумаг для внешних заимствований, которые в 2000-е годы были значительно активизированы. Однако, если в 1990-е годы преобладало размещение на внешнем рынке ценных бумаг государственных органов управления, прежде всего федеральных, то в 2000-е годы стали интенсивно развиваться корпоративные заимствования.

В рассматриваемый период также значительно возрос размер ГЦБ в структуре государственного внутреннего долга (табл.5). При этом объемы ГЦБ в структуре государственного внутреннего долга возросли с начала 1995 г. до начала 1999 г. в 50 раз, в целом за период 1994 -1999 гг.- в 2376

Таблица
5.

Динамика удельного веса видов ГЦБ в составе государственного внутреннего долга *

На 01. 01.	Един. изм.	Внутрен- ний долг в ГЦБ, всего	в том числе по видам ценных бумаг:									ОРВ ВЗ 1992 г.	ОГСЗ
			ГКО	ОФЗ -ПК	ОФЗ- ПД	ОФЗ- ФК	ОФЗ- АД	ГСО- ППС	ГСО- ФПС	ОГН З			
1993	млрд. руб.	0,01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,01	
	%	100,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100,0	
1994	млрд. руб.	0,22	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	0,02	
	%	100,0	90,9	-	-	-	-	-	-	-	-	9,1	
1995	млрд. руб.	10,62	10,59	-	-	-	-	-	-	-	-	0,03	
	%	100,0	99,7	-	-	-	-	-	-	-	-	0,3	
1996	млрд. руб.	76,77	65,76	7,96	-	-	-	-	-	-	-	0,05	3,00
	%	100,0	85,6	10,4	-	-	-	-	-	-	-	0,1	3,9

1997	млрд. руб.	248,98	203,5 8	33,53	3,8	-			0,07	8,00
	%	100,0	81,77	13,5	1,5	-			0,03	3,2
1998	млрд. руб.	450,97	272,6 1	47,62	115,78	-		1,77	0,11	13,08
	%	100,0	60,45	10,56	25,67	-		0,39	0,03	2,9
1999	млрд. руб.	493,74	16,82	0,13	346,83	112,5 6		2,64	0,12	14,64
	%	100,0	3,41	0,03	70,25	22,8		0,53-	0,02	2,96
2000	млрд. руб.	529,82	7,43	0,04	402,21	112,4 3		2,69	0,14	4,88
	%	100,0	1,4	0,01	75,91	21,22		0,51	0,03	0,92
2001	млрд. руб.	531,82	3,05	24,11	359,21	122,7 7		19,5	0,18	3,00
	%	100,0	0,57	4,53	67,55	23,09		3,67	0,03	0,56
2002	млрд. руб.	511,05	19,54	24,1	307,82	138,5 3		20,73	0,21	0,12
	%	100,0	3,82	4,72	60,23	27,11		4,06	0,04	0,02
2003	млрд. руб.	654,71	18,82	24,1	350,74	207,0 7	42,29	11,5	0,08	0,11
	%	100,0	2,88	3,68	53,57	31,63	6,46	1,75	0,01	0,02
2004	млрд. руб.	663,67	2,72	24,1	50,48	199,31	375,42	11,5	0,04	0,10
	%	100,0	0,41	3,63	7,6	30,03	56,57	1,73	0,01	0,02
2005	млрд. руб.	756,82	0,02	0,001	43,31	171,22	542,24		0,03	0,000 2
	%	100,0	0,00	0,00	5,72	22,62	71,66		0,00	0,00
2006	млрд. руб.	851,15	0,02	0,001	123,64	131,1 3	596,3 3		0,03	
	%	100,0	0,00	0,00	14,53	15,41	70,06		0,00	
2007	млрд. руб.	1028,06	-	-	205,62	94,83	675,16	0,42	52,0	0,03
	%	100,0			20,0	9,23	65,67	0,04	5,06	0,00
2008	млрд. руб.	1248,848			288,415	51,428	807,59	10,415	91,0	
	%	100,0			23,09	4,12	64,67	0,83	7,29	

* Рассчитано автором на основе материалов официального сайта Минфина РФ в Интернете

раз, а в 2001-2007 гг. – только в 2,3 раза. Огромный рост выпусков ГЦБ в 1990-е годы для размещения на внутреннем долговом рынке в основном был вызван острой необходимостью покрытия бюджетного дефицита.

Для привлечения потенциальных инвесторов постоянно увеличивалось разнообразие видов выпускаемых ГЦБ³. Если в 1994-1995гг. в состав государственного внутреннего долга входили только ГКО и ОРВВЗ 1992 г выпуска, то в 1996 г. к ним добавились – ОФЗ-ПК и ОГСЗ,

³ГКО – государственные краткосрочные бескупонные облигации; ОФЗ-ПК - облигации федерального займа с переменным купонным доходом; ОФЗ-ПД - облигации федерального займа с постоянным купонным доходом; ОФЗ-ФК - облигации федерального займа с фиксированным купонным доходом; ОФЗ-АД - облигации федерального займа с амортизацией долга; ГСО – ППС - государственные сберегательные облигации с переменной процентной ставкой купонного дохода; ГСО – ФПС - государственные сберегательные облигации с фиксированной процентной ставкой купонного дохода; ОГНЗ – облигации государственных нерыночных займов; ОРВВЗ облигации российского внутреннего выигрышного займа; ОГСЗ – облигации государственного сберегательного займа.

с 1997г – и ОФЗ-ПД. С 1998г. стали выпускаться ОФЗ-ФК. С 2003г. появились выпуски ОФЗ-АД, а с 2007г были освоены займы посредством ГСО-ППС и ГСО-ФПС. Доля отдельных видов ГЦБ в структуре государственного внутреннего долга претерпела существенные изменения. Например, удельный вес ГКО рос до 1997г., а с 1998г. стал резко падать, что было связано, как с новацией этих ценных бумаг после дефолта 1998г. в другие виды ГЦБ, так и с выпусками новых видов ГЦБ. С 1999г. на рынке ГЦБ стали доминировать ОФЗ разных модификаций. Их удельный вес в общем объеме выпуска ГЦБ в структуре государственного внутреннего долга вырос с 15% на начало 1997 г. до 100 % на начало 2006г.

Необходимо отметить, что, несмотря на высокие темпы роста выпуска (эмиссии) ГЦБ, устойчивый рост выручки в середине 1990-х гг., полученной в результате размещения ГЦБ, во второй половине 1990-х гг. рынок ГЦБ был убыточным (табл.6). Основной причиной этого послужил большой объем погашения и (или купонных выплат) по ранним выпускам ГЦБ. Этот объем формировался в основном за счет предъявления к погашению ранее эмитированных краткосрочных (или) выплате купонного дохода по среднесрочным ГЦБ, а также частично за счет погашения отдельным категориям владельцев ГЦБ, попавших в дефолтный ряд. Так как после

Таблица
6.

Динамика основных показателей рынка ГКО-ОФЗ¹⁾

(млрд. руб.; до 1996 г. трлн. руб.)

Показатели	1993	1994	1995	1998	1999	2000 ²	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<u>Объем эмиссии</u>	0,24	20,53	171,0	335,9	11,5	19,5	89,0	152,0	185,0	172,3	160,0	186,0
Темп роста эмиссии, в % к предыдущему периоду	-	8554	832,9	196,4	3,4	169,6	456,4	170,8	121,7	93,1	92,9	116,2

<u>Объем размещения и доразмещения по номиналу</u>	0,23	17,52	159,5	258,6	172,8	20,5	60,4	142,6	134,8	169,2	169,1	186,0
<u>Объем выручки, полученной в результате размещения и доразмещения</u>	0,177	12,87	122,3	193,7	12,6	20,3	56,4	133,9	136,0	184,5	171,6	192,2
Темп роста выручки, в % к предыдущему периоду	-	7271,2	950,3	158,4	6,5	161,1	277,8	237,4	101,6	135,7	93,0	7,11
<u>Объем погашения/купонной выплаты</u>	0,027	7,13	95,5	244,1	80,4	93,3	111,6	108,0	138,3	108,6	118,1	113,7
Темп роста, погашения/купонной выплаты в % к предыдущему периоду	-	26407,4	1339,4	255,6	32,9	116,0	119,6	96,8	128,1	78,5	108,7	96,3
Перечислено средств в бюджет ³ (бюджетная отдача или прибыль размещения)	0,15	5,74	26,8	-50,4	-67,8	-73,0	-55,2	25,9	-2,4	75,9	53,5	78,5
<u>Рентабельность общая или бюджетная, эффективность</u> (отношение бюджетной отдачи к объему эмиссии, принимаемому за прирост долга).	0,62	0,28	1,31	-	-	-	-	0,17	-	0,45	0,32	0,42
<u>Рентабельность размещения</u> (отношение прибыли размещения к объему размещения)	0,88	0,33	0,17	-	-	-	-	1,82	-	-	-	-

* Расчет показателей выполнен автором по материалам статистических сборников «Финансы в России».- М.: Госкомстат России, 1996, С.125,126; «Финансы России».- М.: Госкомстат России, 2002, С. 286, «Финансы России».- М.: Росстат, 2006, С. 340 и официального сайта Росстата в Интернете. ¹⁾По данным Банка России. Без учета нерыночных выпусков. ²⁾ Объем эмиссии меньше объема размещения, так как проводилась новация ценных бумаг и осуществлялось доразмещение государственных ценных бумаг, предложенных Минфином России к выпуску в обращение в предыдущие годы. ³⁾ Знак (-) означает изъятие средств из бюджета на погашение выпусков ценных бумаг и выплату купонных доходов.

обвала в 1998 г. финансовой пирамиды ГКО их размещение было приостановлено, то массовый приток инвестиций иссяк. В результате в конце 1990-х - начале 2000-х годов рынок ГЦБ приносил значительные убытки. Значительные объемы выпуска новых видов ГЦБ, возвращение доверия к рынку, завоевание Россией положительных характеристик инвестиционной привлекательности помогли переломить эту ситуацию и

с 2004 г. рынок ГЦБ стал приносить устойчивый доход в казну государства. Однако рентабельность размещения ГЦБ в 1993-1995 гг. падала с 0,88 в 1993г. – 0,33, до – 0,17 в 1995г. После дефолта в 1998-2001г. рынок терпел убытки и только в 2002г. размещение стало рентабельным (1,82). В 2003-2006гг. уровень рентабельности размещения не превысил 0,45. Характерно, что общая рентабельность или бюджетная эффективность в 2003-2006 гг. примерно повторяла уровень рентабельности размещения. Однако до дефолта бюджетная эффективность ГЦБ росла. В целом показатели рентабельности позволяют сделать вывод о малой эффективности рынка ГЦБ.

В конце 1990-х годов возникло понимание необходимости совершенствования рынка ценных бумаг. Были разработаны многочисленные нормативно-правовые акты, большая часть из которых была приняты ФКЦБ России. Был начат процесс обязательного раскрытия информации. Организована сеть региональных отделений ФКЦБ с представительствами в отдельных областях. Однако фондовый рынок регионов не имел достаточного развития. Основной причиной этого было отсутствие соответствующей государственной региональной политики.

В постсоветской истории стихийно сформировались три основных модели взаимодействия Центра и регионов в сфере развития национального фондового рынка.

Центробежная модель преобладала в ходе приватизационной трансформации собственности и становления фондового рынка до 1997 г. когда Центр отдал на откуп регионам свободное формирование не только суверенитетов, но и рынка ценных бумаг. В этот период региональные фонды имущества имели под своим управлением значительные пакеты акций приватизированных предприятий, отдельные местные администрации выпускали значительные объемы займов, развивалось

территориальное обращение векселей, шла массовая купля-продажа ценных бумаг региональных эмитентов.

Монопольно-олигархическая модель процветала в конце 1990 – начале 2000 - х гг. Крупные собственники активно скупали у государства на денежных и залоговых аукционах, у членов трудовых коллективов и у покупателей чековых аукционов, акции предприятий, участвующих в развиваемых ими технологических цепочках или владеющих необходимыми производственными мощностями, земельными участками и прочими инвестиционно привлекательными активами.

Центростремительная модель стала развиваться в конце 1990 - начале 2000 - х гг. на основе активного развития рынка государственных ценных бумаг (табл. 1) и концентрации биржевого организованного фондового обращения ГЦБ и профессиональных участников рынка ценных бумаг преимущественно в Москве, Санкт-Петербурге, а также в меньших масштабах в центрах регионов - Екатеринбурге, Ростове-на-Дону и некоторых других крупных городах. Развитию центростремительной модели в последние годы способствовало дальнейшее укрупнение собственности и регистрация крупных собственников в Центре, а значит уход «якорных» налогоплательщиков региональных и местных бюджетов, а также централизация рынка коллективных инвестиций.

Анализ динамики структуры числа эмиссий муниципальных и субфедеральных облигаций в 1997-2007 гг. позволяет сделать вывод о замедлении роста их количества (табл. 7).

В целом число субфедеральных выпусков долговых ценных бумаг имело пиковые значения в 1997 г. (268 выпусков). В дефолтный 1998 г. число субнациональных займов сократилось до 78, т.е. почти в 3,5 раза.

Таблица 7

Динамика числа эмиссий субфедеральных и муниципальных облигаций⁴

⁴ Рассчитано автором на основании официального Интернет - сайта Минфина России

Год, эмитент, вид ценной бумаги	РФ, всего	в том числе федеральные округа						
		Центральный	Северо-Западный	Южный	Приволжский	Уральский	Сибирский	Дальне-Восточный
1997, всего	282	42	42	44	50	15	56	26
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>268</i>	<i>39</i>	<i>38</i>	<i>44</i>	<i>50</i>	<i>15</i>	<i>56</i>	<i>26</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>14</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>-</i>	<i>3</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>-</i>
1998, всего	87	26	19	2	9	10	14	7
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>78</i>	<i>24</i>	<i>19</i>	<i>1</i>	<i>7</i>	<i>6</i>	<i>14</i>	<i>7</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>9</i>	<i>2</i>		<i>1</i>	<i>2</i>	<i>4</i>		
1999, всего	24	4	11	3	5		1	0
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>17</i>	<i>2</i>	<i>10</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>-</i>	<i>1</i>	<i>-</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>7</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>2</i>			
2000, всего	25	5	8	4	3	1	1	3
<i>Субъектов РФ, всего</i>	<i>21</i>	<i>4</i>	<i>8</i>	<i>2</i>	<i>3</i>		<i>1</i>	<i>3</i>
<i>Муниципалитетов</i>	<i>4</i>	<i>1</i>		<i>2</i>		<i>1</i>		
2001, всего	27	2	11	4	4	2	4	0
<i>Субъектов РФ, всего</i>	<i>24</i>	<i>2</i>	<i>11</i>	<i>4</i>	<i>3</i>		<i>4</i>	
<i>Муниципалитетов</i>	<i>3</i>				<i>2</i>	<i>1</i>		
2002, всего	49	10	15	4	5	3	8	4
<i>Субъектов РФ, всего</i>	<i>43</i>	<i>9</i>	<i>15</i>	<i>2</i>	<i>4</i>	<i>2</i>	<i>8</i>	<i>3</i>
<i>Муниципалитетов</i>	<i>6</i>	<i>1</i>		<i>2</i>	<i>1</i>	<i>1</i>		<i>1</i>
2003, всего	54	12	15	4	4	2	13	4
<i>Субъектов РФ, всего</i>	<i>46</i>	<i>12</i>	<i>15</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>10</i>	<i>3</i>
<i>Муниципалитетов</i>	<i>8</i>			<i>2</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>3</i>	<i>1</i>
2004, всего	52	14	9	5	6	2	13	3
<i>Субъектов РФ, всего</i>	<i>41</i>	<i>12</i>	<i>9</i>	<i>5</i>	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>9</i>	<i>2</i>
<i>Муниципалитетов</i>	<i>11</i>	<i>2</i>			<i>3</i>	<i>1</i>	<i>4</i>	<i>1</i>
2005, всего	65	17	14	7	10	1	12	4
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>52</i>	<i>15</i>	<i>14</i>	<i>5</i>	<i>5</i>		<i>10</i>	<i>3</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>13</i>	<i>2</i>	<i>-</i>	<i>2</i>	<i>5</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>1</i>
2006, всего	59	15	8	6	6	2	11	3
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>43</i>	<i>15</i>	<i>8</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>1</i>	<i>9</i>	<i>1</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>16</i>	<i>8</i>		<i>2</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>2</i>
2007, всего	46	16	3	5	7	1	11	3
<i>Субъекты РФ, всего</i>	<i>34</i>	<i>11</i>	<i>3</i>	<i>5</i>	<i>5</i>		<i>9</i>	<i>1</i>
<i>Муниципалитеты</i>	<i>12</i>	<i>5</i>			<i>2</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>2</i>

В 1999-2001 гг. ГЦБ субъектами РФ выпускались в весьма малом количестве (17, 21 и 24 выпуска в год, соответственно). В 2002-2006 число ежегодных выпусков субфедеральных ГЦБ колебалось от 43. до 52, а в 2007г. упало до 34.

Если резкое падение числа субфедеральных и муниципальных займов в 1998-2000 гг. можно объяснить финансовым ступором после дефолта 1998 г., то вторая волна сокращения числа займов в 2005-2007 гг. связана, в основном, с замедлением темпов прироста финансовых активов населения и ростом задолженности по кредитам физических и юридических лиц, являющихся потенциальными инвесторами данных займов⁵. Наряду с этим отсутствие постоянной рекламно-просветительской работы не способствовало росту инвестиционной привлекательности облигаций субфедеральных и муниципальных займов для потенциальных инвесторов. С другой стороны, анализ структуры долговых обязательств отдельных субъектов РФ показал, что ряд субъектов Федерации при наличии возможности получения бюджетных и иных кредитов пол государственные гарантии вообще не размещают такие займы.

Таблица

8

Структура размещения управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов⁶

Федеральные округа	На 01.01.2006г.		На 01.10.2008г.		На 07.08.2009 г.	
	Количество	Уд. вес, %	Количество	Уд. вес, %	Количество	Уд. вес, %
РФ	237	100,0	547	100,0	529	100,0

⁵ В 2006 г. по сравнению с 2005г. доля прироста финансовых активов в структуре использования денежных доходов населения снизилась в целом по РФ на 0,6 %, в то ч. по федеральным округам: Центральный – 0,2, Северо-Западный – 2,3, Приволжский -0,1, Уральский – 2,6, Сибирский – 1,5, Дальневосточный – 0,7. Одновременно с 2006г. повсеместно росла задолженность по кредитам, как юридических, так и физических лиц. – См. Регионы России. Социально-экономические показатели.2007.:Стат. Сб./Росстат, - М.,2007.-С.182-183, С. 868-879.

⁶ Рассчитано автором на основании материалов официального Интернет сайта ФСФР России по состоянию

Центральный	177	74,7	415	75,9	393	74,3
Северо-Западный	18	7,6	28	5,1	31	5,9
Приволжский	16	6,7	47	8,6	48	9,1
Южный	5	2,1	11	2,0	8	1,5
Сибирский	10	4,2	24	4,4	26	4,9
Уральский	11	4,6	21	3,8	22	4,2
Дальневосточный	0	0	1	0,2	1	0,2

Замеры структуры размещения зарегистрированных компаний, управляющих инвестиционными, паевыми инвестиционными и негосударственными пенсионными фондами (табл.8) также свидетельствуют о диспропорциональности развития национального фондового рынка с сохранением устойчивой концентрация управляющих компаний в столицах и центрах субъектов Федерации

Мировой глобальный кризис, начавшийся в 2008 г., показал необходимость разработки вариативных моделей модернизации безопасности национального фондового рынка, которые могли бы учитывать изменения международных рынков и региональную специфику, социально-экономические последствия скоростей виртуального перемещения фиктивных капиталов. Эти модели должны быть модифицированы по уровням организации безопасности национального фондового рынка (табл.9).

Таблица 9

Уровни организации безопасности национального фондового рынка

	Мега	Макро	Мезо	Микро	Нано
Масштаб	Мировое хозяйство	Национальная экономика	Регион	Муниципальное образование	Место проживания человека
Формы управления	Международные экономические организации	Правительства отдельных стран	Администрации или правительства	Органы местного самоуправления	Самоорганизация
Критерии оценки	Баланс международного разделения труда	Эффективность расширенного воспроизводства	Эффективность регионального воспроизводства и качество жизни населения	Условия жизнедеятельности местного сообщества	Продолжительность и уровень жизни
Угрозы безопасности	Отрыв капитализации ценных бумаг от действительной рыночной стоимости активов эмитентов				
Негативные	Мировой кризис	Провалы экономики, несбалансированность	Дисбаланс реального и финансового секторов развития		Банкротство

последствия		нсырованность расширенного воспроизводства		
-------------	--	--	--	--

Основными проблемами неустойчивости безопасности национального фондового рынка являются:

политические (отрыв политических деклараций от социально-экономических реалий; отсутствие национальной доктрины развития фондового рынка);

экономические (разбалансированность инвестиционного спроса и фондового предложения на макро и мезо уровнях; отрыв динамики рыночной капитализации акций от их фундаментальной стоимости, диспропорциональность развития рынка Центра и регионов);

социальные (слабая мотивация инвестиционной активности среднего и малого бизнеса, населения; финансовая безграмотность отечественных потенциальных инвесторов);

информационные (недостаточная прозрачность, отсутствие статистики);

организационно-технические (отсутствие необходимого объема и плотности технической, функциональной периферийной инфраструктуры; непроработанность стандартов и регламентов фондовых операций на вторичном рынке ценных бумаг, не обращающихся на организованном фондовом рынке).

Устранение этих проблем требует гармонизации развития рынка национальных и региональных эмитентов; комплексного подхода к развитию внутреннего массового фондового рынка; активизации развития рынка ценных бумаг в периферийных регионах; сбалансированности внешнего проявления всеобщего интереса к национальному рынку ценных бумаг в форме ежедневного мониторинга фондовых индексов акций национальных эмитентов, обращающихся на биржах, и завуалированности внутреннего содержания истинных факторов динамики капитализации их рыночной стоимости; актуализации Интернет-трейдинга ценных бумаг

муниципальных образований. Для этого необходимо решить ряд задач модернизации безопасности национального фондового рынка, среди которых первостепенную важность имеют следующие: (1) осуществление с использованием акций и облигаций структурной перестройки народного хозяйства путем перемещения капиталов в отрасли, обеспечивающие наибольшую доходность за счет высокой рентабельности; (2) демократизация характера инвестиционного процесса на основе предоставления массовой возможности приобретения ценных бумаг каждому потенциальному инвестору; (3) создание на основе Интернета в режиме реального времени технологии мониторинга фондовых операций и динамики курсов ценных бумаг региональных эмитентов во всех субъектах РФ для реального отражения инвестиционной активности региональной экономики и состояния регионального финансового рынка.

При этом целесообразной представляется реализация основных направлений стратегической перестройки фондового рынка, включая реформирование модели развития национального фондового рынка с центростремительной на центробежную; смену приоритетов развития национального рынка от встраивания в мировое пространство до выстраивания самостоятельной системы горизонтального взаимодействия региональных фондовых рынков внутри страны, активизацию региональных рынков ценных бумаг, актуализацию оценки эффективности региональной экономики на основе роста его фондового потенциала, выпуск новых видов ценных бумаг

В целом алгоритм СТРАТЕГИИ БЕЗОПАСНОСТИ национального фондового рынка может включать такие итерации:

- Выбор модели развития национального рынка и взаимодействия Центра и регионов
- Разработка национальной доктрины развития национального фондового рынка

- Определение моделей и формирование программ развития фондовых рынков регионов
- Разработка стратегии и тактики сбалансирования инвестиционного спроса и фондового обеспечения отраслей и регионов
- Развитие региональной институциональной инфраструктуры рынка
- Разработка стандартов всех фондовых операций
- Разработка единой методики и системы моделей оценки ценных бумаг
- Финансовое проектирование новых видов ценных бумаг - коммунальных акций, образовательных облигаций, акций отраслевого роста, потребительских векселей специальных цен и др.