

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ
ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**Институт профессиональной подготовки кадров
по финансово-банковским специальностям**

Работа допущена к защите:
Зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

**на тему: "Национальные модели рынка ценных бумаг:
сравнительный анализ"**

Выполнил студент ИППК (РЦБ и БД):
Павлова А. А.

Научный руководитель:
проф. Рубцов Б.Б.

Рецензент: _____

Москва 2004

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
ГЛАВА I. ПОНЯТИЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА	6
1. ИСТОРИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ РАЗЛИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	7
2. ДВЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ	11
3. ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ МОДЕЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	18
ГЛАВА II. АНГЛОСАКСОНСКАЯ МОДЕЛЬ	29
1. ХАРАКТЕРИСТИКА И ОСОБЕННОСТИ	29
2. США	31
3. ВЕЛИКОБРИТАНИЯ	35
ГЛАВА III. ЕВРОПЕЙСКО-КОНТИНЕНТАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ (ОСНОВАННАЯ НА БАНКАХ)	40
1. ХАРАКТЕРИСТИКА И ОСОБЕННОСТИ	40
2. ГЕРМАНИЯ	42
ГЛАВА IV. КОНВЕРГЕНЦИЯ ДВУХ МОДЕЛЕЙ	45
ГЛАВА V. РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ МОДЕЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	51
1. ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ	51
2. ХАРАКТЕРИСТИКА СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ	60
Заключение	71
Библиография	74
Приложения	80

ВВЕДЕНИЕ

Ценные бумаги — необходимый инструмент рыночного хозяйства, с помощью которого решаются финансовые инвестиционные и социальные вопросы. На макроуровне функционируют три совокупных рынка: товаров и услуг, ресурсный и финансовый. Финансовый рынок, в основном, служит для того, чтобы с его помощью сектор предпринимателей, государство и участники внешнеэкономической деятельности могли получать заемные средства.

Рынок ценных бумаг является составной частью финансового рынка. Основу финансового рынка образуют денежный рынок и рынок капитала. Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. Он позволяет осуществить и ускорить переход капитала от денежной к производительной форме. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между различными слоями населения. Рынок ценных бумаг, являясь одной из составляющих рыночной экономики, имеет возможности через свои механизмы мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, развития научно-технического прогресса, инновационной деятельности, освоения новых производств. Как синоним термина “рынок ценных бумаг” в современной

отечественной экономической литературе используется термин “фондовый рынок”¹.

В России формируется цивилизованный рынок ценных бумаг. Некоторый оборот ценных бумаг имел место и в социалистической экономике, но в силу специфических черт, присущих государственной экономике, он был чрезвычайно обеднен. С рыночными преобразованиями ситуация качественно изменилась: появились новые виды ценных бумаг, возрос их оборот и стал формироваться и развиваться рынок ценных бумаг. Результатом ваучерной приватизации государственных предприятий явилось возникновение множества акционерных обществ. Преобразование формы собственности привело к появлению потребности в инвестиционных ценных бумагах — акциях и облигациях частных коммерческих структур. В свою очередь бюджетный кризис, задолженность государства, взаимозадолженность предприятий определили появление новых видов государственных и муниципальных ценных бумаг.

Финансовое обеспечение процесса завершения формирования рыночных отношений в российской экономике является важнейшей проблемой, как в краткосрочной, так и долгосрочной перспективе. Создание эффективного фондового рынка является единственной альтернативой волевому распределению финансовых ресурсов, как это наблюдалось в командной

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.

экономике страны. Развитый внутренний финансовый рынок мог бы существенно облегчить задачу интеграции в мировой финансовый рынок.

Для понимания перспектив развития российского рынка ценных бумаг необходимо проанализировать, какие факторы определяют его развитие и структуру и каковы формы этой структуры, что определило выбор данной темы для анализа.

Целью данной работы является определение ключевых факторов, влияющих на формирование структуры рынка ценных бумаг, а также анализ основных моделей существования и функционирования рынка ценных бумаг. В работе проводится анализ зарубежных и отечественных исследований и точек зрения по проблеме. Работа состоит из введения, 5 глав, заключения и списка используемой литературы.

ГЛАВА I. ПОНЯТИЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

Финансовый рынок структурно подразделяется на денежный рынок (или рынок краткосрочных финансовых инструментов, обслуживающий оборотный капитал) и на фондовый рынок (или рынок долгосрочных инструментов инвестиционного характера, обслуживающий воспроизводство основного капитала).

Рынок ценных бумаг, или фондовый рынок, а) регулирует и направляет финансовые потоки, б) является механизмом привлечения инвестиций (как физических, так и юридических лиц), прежде всего через покупку корпоративных ценных бумаг, в) служит механизмом привлечения средств в бюджет государства (в основном через государственные ценные бумаги), г) является объективным механизмом регулирования финансовых потоков в приоритетные отрасли экономики и предприятий. Основной макроэкономической функцией рынка ценных бумаг – перераспределение денежных накоплений от экономических субъектов, имеющих свободные средства, к экономическим субъектам, нуждающимся в них¹.

¹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: ФА, 2000. – 312 с.

1. ИСТОРИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ РАЗЛИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Первыми ценными бумагами, встречавшимися регулярно и имевшими широкое обращение, были векселя¹. Эта ценная бумага являлась, безусловно, банковской, поскольку в тот период (XII-XIII столетия) все более или менее крупные денежные потоки шли через банковско-торговые дома. Развитие векселя было процессом, занявшим не менее трех столетий - первый вексельный устав появился в 1569 г. в Болонье (Италия). Италия же стала родоначальницей банков с акционерным, или складочным, как говорили раньше, капиталом.

Если для банков вексель явился орудием развития их деятельности, то еще один важнейший элемент фондового рынка - биржа обязана ему своим появлением на свет. Зачатки биржи как периодических собраний купцов и иных лиц для совершения торговых сделок заменимыми товарами без немедленной передачи этих товаров и их оплаты появляются впервые в средние века в итальянских городах. Это были вексельные биржи.

Главным фактором, приведшим к широкому распространению банков во Франции, явилась Столетняя война. Именно тогда купцы начали

¹ Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.— 336с.: ил.

систематически наживаться на предоставлении казне займов под большие проценты, и именно тогда, наверно, была заложена характерная для всей последующей истории Франции тенденция отвлечения значительной части капитала на финансирование государственного долга. В победоносной Англии, вывезшей из Франции огромное количество ценностей, существенной потребности в займах не было, значит, не было и потребности в банках. Первые банкирские дома в Англии появились лишь в середине XVII в.

К моменту, когда в Англии только появлялись первые коммерческие банки, Франция имела развитую кредитную систему. Происходит проникновение верхушки буржуазии в государственный аппарат - должности покупались у правительства, рассматривавшего продажу как своего рода внутренний заем, а жалованье - как проценты на капитал. Патенты на должности, чины и звания, с легкостью переходившие из рук в руки, вполне можно рассматривать как своеобразную государственную ценную бумагу того времени. Все это мешало развиваться духу предприимчивости. Характерной чертой капитала, прежде всего банковского, стало стремление вложить средства в бюрократию, чтобы с ее помощью извлекать прибыль из государственных операций. Подобная тенденция привела в дальнейшем к доминированию на французском рынке государственных ценных бумаг.

Развитие буржуазных отношений в Голландских генеральных штатах привело в то время к возникновению сначала вексельных и товарных, а затем и

фондовых бирж. Антверпенская биржа оказала огромное влияние на развитие всех видов ценных бумаг.

Таким образом, первые биржи были вексельными, связанными с банками, поскольку для возникновения фондовых бирж не было важнейшей предпосылки - самих ценных бумаг, а роль товарных бирж играли ярмарки. Кроме того, основными участниками операций на этих биржах были итальянские купцы, являвшиеся и банкирами. Следовательно, первые биржи были учреждениями, обслуживавшими интересы банков в сфере вексельного обращения.

Первая товарная биржа появилась в XVI в. в Антверпене. В Антверпене впервые появились ценные бумаги, которыми регулярно торговали, - облигации на предъявителя. Они передавались из рук в руки простым вручением. Вероятно, большая популярность этих ценных бумаг и привела к появлению примерно в то же время такого основополагающего вексельного реквизита, как передаточная надпись, значительно облегчившего вексельное обращение.

Первые появившиеся на бирже облигации были государственными, эмитируемыми нидерландским правительством, правительствами штатов и властями отдельных городов. На бирже также обращались облигации английского и португальского королей и обязательства первых английских акционерных компаний. Все это очень способствовало поддержанию государственного кредита.

Успех Антверпенской биржи был так велик, что, по словам англичан, она "проглотила купцов других городов и их торговлю". Примерно в то же время образовалась и Лионская биржа. Первоначально она тоже была вексельной, причем курс векселей устанавливался в результате опроса банкиров, и этот официальный курс сообщался в другие места. В начале XVI в. в Лионе появилась фондовая биржа, поскольку к бирже стали обращаться за займами французские короли¹.

Таким образом, в период XII-XVII вв. операции с ценными бумагами (а именно с правекселями) были одним из главных видов банковских операций. В то же время из откупов постепенно вырастают операции с государственным долгом (позднее - с государственными ценными бумагами). Именно банки становятся первыми учреждениями с долевым капиталом. Одновременно происходит и становление вексельных и товарных бирж, вначале являвшихся простым орудием банков, используемым для организации вексельного обращения, но довольно быстро вышедших из-под банковской опеки и составивших им определенную конкуренцию в борьбе за капиталы. Вместе с тем фондовые биржи, появившиеся одновременно во Франции и Голландии, не смогли развиваться в условиях феодального строя. И если наследницей

¹ Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.— 336с.: ил.

Антверпенской биржи стала Амстердамская, то во Франции следующие после Лионской вексельная и фондовая биржи возникли лишь в середине XVIII в.

Следовательно, в это время начинают формироваться **два типа фондового рынка - банковский и биржевой**. Первый был характерен для стран с феодальной (преимущественно аграрной) экономикой и рос на операциях с откупам, т.е. государственным долгом. Второй, также возникший на базе эмиссии государственных ценных бумаг в стране, где уже победил капиталистический уклад, быстро переключается на финансирование колониальной торговли.

2. ДВЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

В зарубежной литературе существует целый ряд исследований структуры финансовой системы, факторов ее развития, взаимосвязи структуры финансовой системы с уровнем экономического развития, влиянии развития финансовой системы на экономический рост.

Выделяются следующие элементы структуры финансовой системы (Reinhard H Schmidt¹):

1. Первая подсистема - финансовый сектор и его структура. В данной подсистеме разделяется два варианта - доминирование в финансовом секторе

¹ Schmidt Reinhard H. Differences between Financial Systems in European Countries: Consequences for EMU. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Working Paper Series: Finance & Accounting, No.35, April 1999.

или банков, или рынков капитала, в зависимости от их роли и «важности» для экономики той или иной страны.

2. Вторая подсистема – «канал», при помощи которого происходит перераспределение капиталов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается. Т.е. данная подсистема характеризует то, как распоряжаются капиталом их владельцы и откуда происходит основная масса финансирования инвестиций. Здесь рассматривается сходная классификация, разграничивающая системы, ориентированные на банки или на рынки капитала¹.
3. Третья подсистема - корпоративное управление. Различается инсайдерская и аутсайдерская система корпоративного управления.
4. Четвертая подсистема - корпоративные стратегии и структуры. Системы различаются по степени инновационности и адаптивности, по уровню открытости.

Как показывают исследования, лишь две комбинации указанных факторов из всех возможных образуют непротиворечивые системы, согласующиеся с реалиями, существующими в экономике:

1. *Первый тип финансовой системы* - «германский», «европейский», «континентальный» (в зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названия данного типа), т.е. **банковский**, который

¹ Rybcinski T. Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan. // Journal for Economic Behaviour and Organization, Vol. 5, 1984.

характеризуется доминированием в экономике банков, т.к. система финансирования основана главным образом на банках, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией.

Примером данного типа финансовой системы является Германия. Банковский сектор Германии весьма развит, в то время как рынки капитала и различные институты рынка, такие как пенсионные фонды, недостаточно развиты, что измеряется такими показателями, как общая стоимость активов банков и капитализация рынка акций в процентах к ВВП соответственно. Корпоративное управление в Германии действует преимущественно через внутренние механизмы и включает «инсайдеров», т.е. людей и институты, которые имеют долговременный интерес в сохранении своих особых взаимоотношений с корпорацией и которые обычно лучше информированы о ее проблемах и перспективах, чем анонимные участники рынка.

2. Второй тип финансовой системы - «англосаксонский», т.е. биржевой, который характеризуется большей значимостью рынка капиталов в финансовом секторе, чем банков, преимущественным финансированием экономики посредством рынка капиталов, аутсайдерским типом корпоративного управления и гибкой, хорошо приспособляющимися к внешним изменениям стратегией управления и организационной структурой.

Примером данного типа может служить Великобритания. Финансовая система Великобритании проявляет характеристики, противоположные тем,

которые выявлены для Германии - относительная важность банков в финансовом секторе не так значительна, рынки капиталов и институты, в особенности пенсионные фонды, которые ориентированы на рынок и в большинстве случаев независимы от банков, играют весьма важную роль; система корпоративного управления является аутсайдерской.

Взаимосвязь типа финансовой системы и уровня экономического развития

Возникает вопрос о преимуществах и недостатках того или иного типа финансовой системы, и зависит ли уровень экономического развития страны от типа финансовой системы, что явилось предметом широкого круга исследований.

Сторонники банковской модели подчеркивают важную роль банков в мобилизации ресурсов, определении прибыльных проектов, контроле менеджмента компаний, в управлении рисками¹. Отмечается, что развитый рынок капитала снижает стимулы для финансирования инновационных разработок и тем самым может быть помехой в эффективном размещении ресурсов². Сторонники этого взгляда также подчеркивают, что ликвидный

¹ Levine Ross. Bank-based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // University of Minnesota mimeo, 2000.

² Boot Arnoud W.A., Greenbaum Stuart J., Thakor Anjan V. Reputation and Discretion in Financial Contracting. // American Economic Review, 83, 1993.

рынок создает «близорукий» инвестиционный климат¹. Ликвидный рынок обеспечивает инвесторам возможность продать свои акции в любой момент, следовательно, они меньше заинтересованы в определении того, насколько эффективно менеджмент управляет той или иной компанией. В то время как даже в странах со слабо развитой правовой системой сильные и влиятельные банки могут заставить фирмы раскрыть информацию и погасить существующие обязательства, способствуя тем самым экономическому росту. Рыночная финансовая система менее эффективна, если речь идет о размещении капиталов в новые, инновационные фирмы и проекты.

В противовес этому, сторонники биржевой модели подчеркивают роль рынка капиталов в содействии экономическому успеху. К недостаткам банковской модели финансовой системы они относят то, что поскольку банки выдают кредиты, предпочтение отдается менее рисковым, и, следовательно, менее прибыльным проектам, тем самым сдерживается внедрение инноваций и экономический рост. Кроме того, влиятельные банки могут вступить в сговор с менеджерами фирмы против других инвесторов, что мешает конкуренции, эффективному корпоративному контролю, появлению новых фирм.

Определенно существует взаимозависимость между финансовым развитием и экономическим ростом, а также связь между инвестициями и

¹ Bhidé Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. // Journal of Financial Economics. 34 (1), August 1993.

финансовым развитием, оцениваемым по параметрами финансовой активности (Leahy, Schich, Wehinger, Pelgrin, and Thorgeirsson¹).

Ряд исследователей показывают (Levine and Zervos², Demirgüç-Kunt и Levine³), что уровень финансового развития более значим, чем относительное доминирование банков или фондового рынка.

При сравнении разных типов финансовых систем обычно анализируют четыре страны – Германию и Японию как пример систем, ориентированных на банки, с одной стороны, и США и Англию - как систем, ориентированных на рынки капитала, с другой. Ограниченность этих исследований в том, что они пытаются сравнить страны со сходным уровнем ВВП на душу населения, и в этом случае оказывается, что тип финансовой структуры не имеет определяющего значения. Соответственно, чтобы получить данные об экономической значимости и детерминантах финансовой структуры, требуется включить в исследование более широкую совокупность национального опыта.

На основании масштабного исследования финансовой структуры (проведен анализ 150 странах мира) Demirgüç-Kunt и Levine⁴ сделали следующие выводы:

¹ Leahy Michael, Schich Sebastian, Wehinger Gert, Pelgrin Florian and Thorgeirsson Thorsteinn. Contributions Of Financial Systems To Growth In OECD Countries. // Organisation for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Papers No. 280 21-Mar-2001, ECOAVKP(2001)6.

² Levine Ross, Zervis Sara. Stock Market, Banks and Economic Growth. // American Economic Review, 88, 1998.

³ Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross. Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Cultural Comparisons.

⁴ Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross. Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Cultural Comparisons.

- Чем богаче страна, тем более развита ее финансовая система в целом. И банки, и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие небанковские финансовые посредники), и фондовые рынки в этих странах более активны и более эффективны.
- Чем богаче страна, тем более активен и эффективен фондовый рынок по сравнению с банками. Иными словами, выявлена тенденция, что национальная финансовая система начинает больше ориентироваться на рынок капитала по мере того, как становится богаче.

Финансовая структура важна для экономического развития, но ее тип сам по себе не способствует лучшему пониманию закономерностей и процесса развития (Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, Vlaksimovic¹). Иными словами, не существует жесткой связи между типом финансовой системы и темпом экономического роста страны, уровнем развития финансово-зависимых отраслей промышленности, числом вновь создаваемых компаний, темпом роста самих компаний. Все это скорее можно увидеть в странах с более высоким уровнем развития финансового сектора и в странах, где правовая система более эффективно защищает права акционеров.

¹ Beck Thorsten, Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross, Vlaksimovic Vojislav. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14, 2000.

3. ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ МОДЕЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Тип финансовой системы находит отражение в том, какая модель фондового рынка формируется в той или иной стране. Я.М. Миркин отмечает, что рыночная экономика развитых стран демонстрируют различные модели¹: уже упомянутые англо-американская модель (протестантский капитализм) и «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модели и др. Главные критерии различия между ними - **через какие финансовые инструменты и финансовые институты** получает хозяйство денежные средства, что является следствием влияния традиционных ценностей населения, существующей структуры собственности, степени открытости экономики. Так, чем более дробной является собственность, тем ближе к англо-американскому капитализму, к более рисковому финансированию экономического роста через акции («shareholder capitalism»), к меньшей роли долговых обязательств в структуре финансирования, к диверсификации финансовых инструментов и институтов, массовости розничных инвесторов в акции, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка. И наоборот, чем более оптовая структура акционерных капиталов («stakeholder capitalism», капитализм «держателей крупных пакетов акций»), тем большую роль как собственники

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

предприятий играют банки, тем более «долговой» характер носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники (долговые экономики Японии, Франции и Германии).

Наряду со структурой акционерной собственности в производственном секторе в числе важных факторов, влияющих на выбор того или иного пути развития финансового рынка, выделяется доля государственных капиталовложений и доля банковского капитала, направляемые на долгосрочные инвестиции ¹.

Среди важнейших факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг и определяющих его модель, Я.М. Миркин² называет как внутренние (действующие внутри страны), так и внешние факторы.

Суммируя и дополняя указанные выше факторы, среди *внутренних* факторов можно выделить:

- Модель экономической и политической системы. Политическая и социальная стабильность. Открытость экономики.

Не только директивная, но и рыночная экономика может отличаться высокой степенью закрытости (по религиозным или националистическим убеждениям властей, в силу проводимой изоляционистской политики, при введенных международных санкциях и т.д.). Закрытость в финансовой сфере

¹ Правовое обеспечение экономических реформ / Отв. ред. Я. И. Кузьминов, В.Д. Мазаев. Финансовые рынки / Ю.А. Данилов, Г.В. Петрова, С.М. Дробышевский, А.Б. Золотарева. - М.: ГУ ВШЭ, 2000. - 82 с.

² Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

будет означать жесткие ограничения в области конвертируемости валюты, движения капиталов, участия иностранных финансовых институтов в операциях на внутреннем рынке, ограничения на деятельность иностранных инвесторов, на обращение отечественных финансовых инструментов на иностранных рынках, на интеграцию отечественных и иностранных рынков в части законодательства, инфраструктуры, информационных систем и т.д. (Иран - «фундаменталистская рыночная экономика»).

- Структура собственности
- Принадлежность к развитым или формирующимся рынкам
- Экономическая и финансовая политика государства
- Финансовая структура макроэкономики
- Модель экономического поведения населения. Религиозный фактор

К *внешним* факторам относятся:

- Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка, степень близости к индустриальным странам
- Взаимосвязь с другими рынками
- Региональная принадлежность рынка
- Мировые цены на нефть и сырье
- Долгосрочные циклы мировой экономики

- Степень оцененности фондового рынка¹

Влияние правовых традиций

Как показали Demirgüç-Kunt и Levine², правовые традиции имеют определенное влияние на тип финансовой системы: на биржевой рынок больше ориентируются страны с традициями англосаксонского общего права (Common Law), те, в которых соблюдается защита прав акционеров, существуют строгие стандарты отчетности, низкий уровень коррупции, а на банки - имеют страны с французским континентальным правом (French Civil Law). В этих странах сравнительно более слабо развита финансовая система, права акционеров и кредиторов защищены недостаточно, сохраняется высокий уровень коррупции и высокая инфляция.

Leahy, Schich, Wehinger, Pelgrin, and Thorgeirsson³ подчеркивают важность правового обеспечения функционирования финансовой системы - соблюдение законности и прозрачность правового регулирования способствует инновациям и инвестициям в новые предприятия.

Beck, Demirgüç-Kunt и Levine⁴ в рамках исследования исторических детерминант финансового развития отмечают, что различные правовые

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблицер, 2002. — 624 с.

² Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross. Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Cultural Comparisons.

³ Leahy Michael, Schich Sebastian, Wehinger Gert, Pelgrin Florian and Thorgeirsson Thorsteinn. Contributions Of Financial Systems To Growth In OECD Countries. // Organisation for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Papers No. 280 21-Mar-2001, ECOAVKP(2001)6.

⁴ Beck Thorsten, Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross. // Law, Politics, and Finance. February 26, 2001.

традиции придают особое значение правам индивидуальных инвесторов по сравнению с государством, что имеет важное значение для финансового развития¹. Различия в том, как соотносятся полномочия и права монарха/государства и права владельца собственности, образуют структуру с тремя правовыми традициями: англосаксонское общее право (English common law), французское континентальное право (French civil law), германское гражданское право (German civil law). Согласно этой теории, в англосаксонском праве утверждается и развивается защита владельцев собственности от королевской власти и государства. Это облегчает владельцам частной собственности вести свои дела без опасений, что положительно сказывается на финансовом развитии. В противоположность этому, Франция и Германия не имела влиятельного парламента. В XIX столетии Французский гражданский кодекс Наполеона и Германский гражданский кодекс Бисмарка утвердили господство государства. Со временем господство государства породило правовые традиции и нормы, сосредоточенные в большей степени на защите власти государства, а также связанных с властью и политикой руководителей фирм, нежели чем на правах индивидуальных инвесторов. Данные правовые традиции распространились по всему миру, в частности, посредством процесса колонизации. Таким образом, причину различий финансовых институтов

¹ La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Fiorenzo, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Investor Protection and Corporate Governance. // Journal of Financial Economics, 2000.

разных стран сегодня во многом можно объяснить влиянием разных правовых традиций, принятых в той или иной стране.

Некоторые теории подчеркивают, что правовые традиции также различаются способностью приспосабливаться к изменяющимся условиям¹, и это также оказывает влияние на финансовое развитие. Законодательство, в котором заложена возможность скорейшего разрешения несоответствия законодательства тому, что нужно экономике, стимулирует финансовое развитие в большей степени, чем жесткие и строго закрепленные правовые нормы. Правоведы сходятся во мнении, что, по-видимому, англосаксонское право и германское гражданское право по сути являются динамичными, а французское континентальное право по природе статично.

Таким образом, правовые традиции являются одним из важнейших факторов, влияющих на финансовое развитие и тип финансовой системы.

Есть ли принципиальные различия между банками и фондовым рынком по тем функциям, которые они выполняют в развитии финансовой системы, и в чем характерные особенности фондового рынка по сравнению с банками. Этот вопрос возникает, к примеру, у исследователей финансовой системы Германии² - экономика Германии функционирует очень успешно, и исторически она была

¹ Zweigert Konrad, Kotz Hein. Introduction to Comparative Law. Oxford University Press, New York, NY, 1998.

² Fohlin Caroline. Universal Banking in Pre-World War I Germany: Model or Myth? // Explorations in Economic History, 36, 1999.

основана на развитии банковской системы. По этому вопросу существуют разные точки зрения¹.

Dow and Gorton² представили модель фондового рынка, в которой цена акций играет двоякую роль. Во-первых, информативная цена акции может отражать эффективность управления компанией. Но цена является информативной только в том случае, если трейдеры ведут торговлю по данной акции, руководствуясь информацией (если они ей располагают) о тех проектах, которые фирма предполагает внедрять. Таким образом, информативная цена акции приобретает вторую роль – компания сама может ориентироваться на цену акции для принятия решений о финансировании, т.е. фондовый рынок выполняет своего рода «сортировочную» функцию для проектов, и дает ориентиры, насколько эффективно управляется компания. Авторы показывают, что банки тоже могут выполнять эти функции.

В противовес этой точке зрения Allen and Gale¹ утверждают, что банки и фондовый рынок фундаментально различаются в том, как они обрабатывают информацию. Фондовый рынок вбирает в себя разнообразные взгляды, оценки, мнения, в частности о новых технологиях, в то время, как банки по определению консервативны. Авторы выказывают гипотезу, что экономика, основанная на фондовом рынке, скорее воспримет новые технологии, в то время

¹ Gorton Gary, Winton Andrew. Financial Intermediation. NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8928, May 2002. (<http://www.nber.org/papers/w8928>).

² Dow James, Gorton Gary. Stock Market Efficiency and Economic Efficient: Is There a Connection? // Journal of Finance, 52, 1997.

как экономика, основанная на банках, будет менее динамичной. Этот вопрос еще мало изучен, и предположение остается лишь предположением.

Вместе с тем, чем лучше функционируют банки, тем лучше распределяются финансовые ресурсы, способствуя росту производительности и экономическому росту в целом (Beck, Levine, and Loayza²). При этом большое значение для финансового развития имеет корпоративное управление в банках. (Winkler³).

Baliga and Polak⁴ задаются вопросом, почему возникли и продолжают существовать различные финансовые системы. Они утверждают, что германская и англосаксонская финансовые системы касаются различий не между банками и фондовым рынком, а между банковскими кредитами и облигациями.

Банки выступают в роли финансовых посредников, и в этом смысле и банки, и небанковские финансовые посредники выполняют в экономике функции, которые *дополняют* друг друга и являются весьма существенными для экономического развития (Bossone⁵), поэтому вряд ли стоит следовать их жесткому противопоставлению.

¹ Allen Franklin, Gale Douglas. Diversity of Opinion and Financing New Technologies. // Journal of Financial Intermediation, 8, 1999.

² Beck Thorsten, Levine Ross, and Loayza Norman. Finance and the Sources of Growth

³ Winkler Adalbert. Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance. Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting, No.12, February 1998.

⁴ Baliga Sandeep, Polak Ben. The Emergence and Persistence of the Anglo-Saxon and German Financial Systems. // Yale University, Department of Economics, working paper, 2001.

⁵ Biagio Bossone. What Makes Banks Special? (The World Bank)

Barth, Caprio and Levine¹ провели сравнительный анализ деятельности банков в более чем 60 странах и выявили следующее:

- не найдено достоверных статистических связей между ограничениями на возможность коммерческих банков заниматься деятельностью, связанной с ценными бумагами, страхованием и недвижимостью и а) уровнем развития банковского сектора, б) развитием рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников, в) уровнем промышленной конкуренции. Исходя из этого, трудно утверждать, что ограничение коммерческой деятельности банков влияет позитивно - или негативно – на финансовое развитие, развитие рынка ценных бумаг или конкуренцию.

- не обнаружено позитивного влияния запрета совмещать банковскую и коммерческую деятельности на уровень развития финансового сектора, развития рынка ценных бумаг и небанковских финансовых посредников.

- экономика стран, где действуют строгие запреты в отношении деятельности коммерческих банков с ценными бумагами, имеет значительно большую вероятность пострадать от масштабного банковского кризиса, т.е. финансовая система более хрупкая в тех странах, где банкам не дается возможность заниматься андеррайтингом ценных бумаг, брокерской и дилерской деятельностью.

¹ Barth James R., Caprio Gerard, Levine Ross. Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?

- чем больше в стране банков с государственной собственностью, тем слабее развиты банки, небанковские финансовые посредники и рынок ценных бумаг, т.е. финансовая система в целом.

Данный анализ показывает, что строгие ограничения деятельности банков, похоже, вовсе не благотворны, а, наоборот, в некоторых аспектах довольно пагубны.

Rajan и Zingales¹ на основании изучения финансового развития в развитых странах на протяжении XX в. показывают, что факторы, препятствующие финансовому развитию, будут слабее, если страна открыта международной торговле и потокам капитала. В период свободного движения капитала уровень финансового развития страны прямо связан с ее открытостью к торговле/коммерческой деятельности.

Несмотря на многочисленные исследования, теоретически все еще остаются вопросы, являются ли банки и фондовые рынки взаимозаменяемыми, существует ли значимое различие между системами, основанными на банках или на фондовом рынке, зависит ли финансовое процветание от того, на какую модель опирается финансовая система.

Таким образом, в развитой рыночной экономике можно выделить **две основные модели** рынка ценных бумаг:

- **англосаксонская** модель - биржевой рынок, с доминированием небанковских инвесторов и упором на операции с корпоративными акциями
- **европейско-континентальная** (германская) модель - банковский рынок, с доминированием на нем кредитных учреждений и упором в основном на операции с государственными ценными бумагами.

¹ Rajan Raghuram G., Zingales Luigi. The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The 20th Century. Organisation for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Papers N0. 265, 20 Oct. 2000, ECO/WKP(2000)38.

ГЛАВА II. АНГЛОСАКСОНСКАЯ МОДЕЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. ХАРАКТЕРИСТИКА И ОСОБЕННОСТИ

Англосаксонская модель характеризуется следующими особенностями¹:

1. Источник инвестиций

- основным источником инвестиций в реальный сектор является фондовый рынок (доля банковских кредитов в финансировании сокращается).

2. Инструменты фондового рынка

- наиболее крупным сегментом рынка ценных бумаг становится рынок акций, долговые инструменты начинают носить подчиненный характер – долевой характер фондового рынка (60-90% ВВП формирует стоимость акций, ценных бумаг со нефиксированным характером получения дохода²).

3. Участники фондового рынка

- характерно большее отделение коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, страховых продуктов и др.

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

² Пелих С.А., Рачковская О.С. Две концепции развития фондового рынка // Финансы, М., 1999, № 10.

- финансовые институты являются более специализированными в сравнении, например, с моделью универсального банковского дела в Германии и в целом в континентальной Европе. Широко используется концепция специализированных банков (например, инвестиционных банков, т.е. брокерско-дилерских компаний).

4. Структура собственности

- выше доля розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования;
- ниже доля собственности государства и крупных корпоративных структур или банков, наименьшее участие государства в регулировании экономики страны;
- существенно меньшее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты. Наблюдается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы.

5. Степень открытости рынка

- большая открытость, меньше ограничений на движение капиталов, на конвертируемость валюты, свободнее доступ иностранных эмитентов, инвесторов и финансовых посредников. При этом на либерализованных рынках возникает сильный государственный надзор,

обеспечивающий честное ведение бизнеса и снижение рисков. Возникает устойчивая тенденция к диверсификации структуры финансового рынка, к росту его объема, к позитивной конъюнктуре цен, к снижению рисков, возникновению новых сегментов и инновационных финансовых продуктов. Рынок ценных бумаг становится массовым, ликвидным, он все в большей мере приобретает международный характер.

Англосаксонская модель фондового рынка характерна для США, Великобритании, Канады, Австралии.

2. США

Особенность американского фондового рынка - "великая китайская стена", отделяющая банки от биржи¹.

До конца XVI столетия английские колонии в Северной Америке находились в тесной экономической зависимости от метрополии. Не было ни своей денежной единицы, ни одного кредитного учреждения. В 1781 г. во время войны за независимость в Филадельфии был учрежден акционерный банк с капиталом 400 тыс. долл. В том же году был основан правительственный банк. К 1810 г. число банков возросло до 82. В том же году по настоянию Конгресса государственный банк был закрыт, а инициативе коммерческих банков дан полный простор, в том числе в области эмиссии банковских билетов, что

¹ Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.— 336с.

играло положительную роль в условиях активной территориальной экспансии на дикие территории и определенной изолированности вновь образующихся центров.

Своеобразными, свойственными США учреждениями являлись возникшие в 1860 г. особые кредитные общества, первоначально занимавшиеся исключительно страхованием, но позднее получившие разрешение принимать вклады и выдавать ссуды. Банковскими учреждениями являлись и ссудо-сберегательные товарищества, не ограничивавшиеся только приемами вкладов, а выдававшие и ссуды, в том числе ипотечные.

Английский опыт явился той отправной точкой, на основе которой развивался американский рынок ценных бумаг¹. Основы системы фондового регулирования возникли в Великобритании полтора века назад, что не могло не способствовать стабильному развитию этого сектора экономики. Английское законодательство создало принципиальный прецедент фондового права — основой его основ стало обеспечение доступа потенциальных инвесторов к информации об эмитенте. Все остальные ограничения и регулирующие нормы рассматривались как производные этого базового подхода. Английский опыт фондового нормотворчества прививался на американской почве с той лишь разницей, что в Великобритании регулирование рынка ценных бумаг

¹ Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. — М.: ОАО "Издательство "Экономика", 1998. - 222 с.

изначально считалось прерогативой центральных властей, а в США долгое время относилось к компетенции властей отдельных штатов.

Американские банки, так же как и банки других развитых стран, в значительной степени контролировали рынок ценных бумаг. Контроль банков распространялся и на Нью-Йоркскую фондовую биржу, на которой банки диктовали курс принадлежавших им ценностей. Однако после Великой депрессии 30-х гг. XX в. в США были приняты радикальные меры в этом отношении. В соответствии с законом Гласса-Стигала, принятым в 1933 г, коммерческие банки были лишены права участвовать в эмиссии частных акций и облигаций, за исключением ряда случаев владеть этими ценными бумагами и т.п.

Основное место в американской экономике занял крупный корпоративный бизнес, структурно представленный преимущественно акционерными холдингами. Следовательно, важнейшими инструментами организации американского предпринимательства становились те, что использовались на фондовом рынке.

Основными особенностями рынка ценных бумаг США являются:

1. Высокая доля акционерного капитала (облигации и акции на рынке относятся как 4:3¹).
2. Большое значение инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов. Характерно наличие кредитных союзов, ссудо-сберегательных институтов, а также взаимных фондов денежного рынка. - коммерческие банки, ссудосберегательные ассоциации, страховые компании, сберегательные банки, финансовые компании, инвестиционные компании, кредитные союзы, частные пенсионные фонды, государственные пенсионные фонды, взаимные фонды денежного рынка. Каждый финансовый институт выполняет ключевую макроэкономическую задачу — создание депозитов, т.е. денег, причем в основном в виде ценных бумаг. Для этого постоянно укрепляются действующие финансовые институты и создаются постоянно новые, как например, с 1970г. — взаимные фонды денежного рынка.
3. Дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг.
5. Низкая доля прямого банковского кредита (25-30%) в финансировании народного хозяйства (низкая доля участия банков). Как следствие, на рынке ценных бумаг США преобладают небанковские инвестиционные институты, доля банков в финансовых активах понижается.

¹ Пелих С.А., Рачковская О.С. Две концепции развития фондового рынка // Финансы, М., 1999, № 10)

6. Большая степень свободы его деятельности, большая независимость от государственных органов управления. Ее большая независимость и частный характер владения его и определяют модель построения фондового рынка США. В частности, это проявляется в функциях и структуре Федеральной Резервной Системы, которая выполняет функции Центрального банка. Особенностью ее является частная, негосударственная форма собственности всей Федеральной Резервной Системы.

3. ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

В XVI в Англии начала появляться действительная экономическая основа для возникновения рынка ценных бумаг, обладающего некоторыми чертами, которые свойственны ему сегодня¹. С расширением мореходства и торговли в правление Елизаветы в Англии начали основываться торговые компании, которые на первых порах были только временными товариществами негоциантов, согласившихся снарядить за общий счет судно для дальнего плавания, но затем представляли собой уже большие общества, снабженные привилегиями и монополиями, закрепленными за ними королевскими грамотами и обеспеченные в порядке полномочий от государства и правами суверенитета. В 1554 г. основывается таким образом Московская компания, в 1579 Балтийская, в 1581 -Турецкая, в 1600 г. - знаменитая Ост-

¹ Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.— 336с.: ил.

Индская. Старейшей была компания Merchants Adventures, получившая уже в 1564 г. права корпорации в силу королевской грамоты.

Эти первые компании подразделялись на два типа: а) "регулируемая компания" - в ней все члены торговали на свой собственный капитал, подчинялись общим правилам товарищества, б) акционерные компании - Ост-Индская, а через два поколения после ее образования - Королевская Африканская Компания, В этих компаниях торговля проводилась всеми купцами сообща, а прибыли и убытки делились между пайщиками.

В Англии рост торгового капитала вызвал к жизни появление банков как кредиторов разного рода компаний. Подобное положение сказалось и на социальной позиции буржуазии - революцию 1688 г. можно по праву признать делом рук крупных государственных корпораций-компаний. Вскоре после революции произошли два ключевых экономических события: окончательное формирование Ост-Индской компании и основание Банка Англии (1694 г.).

Хотя внешне Английский банк появился как средство кредитования бюджета, английский торговый капитал ссужал свое правительство для защиты своих торговых, а не бюджетных интересов. Английский банк возник как акционерная компания, обязавшаяся выдавать ссуды правительству, но ссуды эти каждый раз должны быть одобрены парламентом. Именно с этих времен берет свое начало традиция подчинения центральных банков представительной

власти. С тех же пор деятельность Английского банка контролировалась комиссией в составе 24 человек, избираемых из среды акционеров. Никто из членов этой комиссии не имел права работать в других банковских учреждениях.

По образцу Английского в 1695 г. был создан Шотландский акционерный банк. Деятельность этого банка была для своего времени новаторской и во многом предвосхитила деятельность центральных и государственных банков будущего. Банк рассылал по многим населенным пунктам своих агентов, изучавших местное экономическое положение и предлагавших местным предпринимателям капитал на его улучшение, а в дальнейшем наблюдавших за "целевым использованием кредита". Предоставленные Английскому банку права будут иметь для экономики неизмеримо большую ценность, чем выдаваемые им правительству ссуды.

По мере развития фондового рынка банки начали сталкиваться на нем с сильным конкурентом - биржей. Лондонская биржа обязана своим появлением спекуляциям с акциями, а не с государственными ценными бумагами. Тем не менее интересно отметить тот факт, что в Англии первыми биржевыми ценными бумагами были не только акции заморских торговых компаний, но и акции Английского банка.

К концу XVIII в. в Англии формируется развитый рынок ценных бумаг. Акции обществ различного типа, акции банков, чеки занимают в экономике

свое место. На рынке доминируют акции частных компаний, успешно выдержавшие конкуренцию и потеснившие обязательства государства. Окончательно отделяется от банков фондовая биржа. Складывается структура фондового рынка, при которой банки и биржа являются взаимодополняющими и одновременно постоянно конкурирующими частями одного целого. Возникшие как бюджетный инструмент, банки вскоре переориентировались на обслуживание частного предпринимательства. Прошло немного времени - и банки уже не выделяются на общем фоне иных предприятий.

Характерной для английского пути развития рынка ценных бумаг в XVIII - XIX вв. оставалась важная роль акционерного капитала. В последней трети XIX в. продолжалось активное формирование акционерных предприятий. Каждое десятилетие в Англии учреждалось больше акционерных обществ, чем в Германии, ставшей по окончании франко-прусской войны основным соперником Великобритании.

В то же время рост банковской системы Англии был менее выражен, нежели в Германии. Таким образом, можно отметить, что английский путь развития рынка ценных бумаг в целом не создает базы для доминирования в финансовом секторе коммерческих банков. Вместе с тем для этого пути характерно широкое распространение акционерного капитала, составляющего альтернативу банкам в борьбе за средства инвесторов. При английском пути

развития рынка ценных бумаг инвестор вкладывает свои средства в промышленность и торговлю не через посредство коммерческих банков, а напрямую.

Таким образом, в Англии рынок ценных бумаг формируется на базе частных акционерных компаний. Банки, появляющиеся первоначально как орудие финансирования бюджетного дефицита, очень быстро находят более выгодный объект приложения своих капиталов в виде промышленности и торговли. Банки вступают в конкуренцию с биржей, в итоге оба эти института развиваются и совершенствуются. Биржа принимает частный и весьма устойчивый характер. Ее спекуляции ограничены, поскольку банки всегда готовы предложить свои услуги солидным инвесторам, которых может отпугнуть ажиотаж.

ГЛАВА III. ЕВРОПЕЙСКО-КОНТИНЕНТАЛЬНАЯ МОДЕЛЬ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ (основанная на банках)

1. ХАРАКТЕРИСТИКА И ОСОБЕННОСТИ

Европейско-континентальная (германская) модель характеризуется следующими особенностями¹:

1. Источник инвестиций

- инвестиции в основном осуществляются не через акции, а через долговые инструменты.

2. Инструменты фондового рынка

- рынок носит преимущественно долговой характер (банковский кредит, облигации), рынок акций имеет подчиненное значение
- Структура финансовых продуктов проще, чем в англосаксонской модели, финансовые рынки менее диверсифицированы и носят менее инновационный характер

3. Участники фондового рынка

- важнейшую роль играют банки как крупные инвесторы в акционерные капиталы хозяйства. Высока роль банков как акционеров

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

промышленных и других нефинансовых компаний, при этом значительная часть предприятий подконтрольна банкам или их группам.

- выше доля коммерческих банков в финансовых активах страны. Банки являются универсальными, действуя как на рынке традиционных банковских продуктов (депозиты, расчеты), так и в качестве профессиональных участников на рынке ценных бумаг (часто создавая при этом специализированные филиалы и дочерние компании по операциям с ценными бумагами).
- институты коллективного инвестирования (представляющие в конечном счете розничных инвесторов) играют относительно меньшую роль, чем в англосаксонской модели.

4. Структура собственности

- существенно ниже доля розничных инвесторов и представляющих их институтов коллективного инвестирования;
- выше доля собственности государства и крупных корпоративных структур;
- существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты и вертикальные участия.

Европейско-континентальная модель фондового рынка характерна для Германии, Австрии, Японии.

2. ГЕРМАНИЯ

В Германии образовался ряд фондовых бирж: в первой половине XVI в. - в Аугсбурге и Нюрнберге, во второй половине того же столетия - в Гамбурге и Кельне, в начале XVII в. - в Любеке, Кенигсберге, Бремене, Франкфурте-на-Майне, Лейпциге. В 1619 г. по образцу Амстердамского банка был учрежден Гамбургский банк. Однако в Гамбурге развились только товарная и вексельные биржи, и вплоть до начала XIX в. акции единственной существовавшей в Гамбурге акционерной компании всего несколько раз в год продавались большими партиями с аукциона. В остальных немецких городах фондовые биржи также долгое время не получали развитие, поскольку в Германии практически не было акционерных обществ. Германия постоянно страдала от недостатка капиталов, что, в свою очередь, приводило к замедлению ее промышленного развития, всецело зависящего от государственных субсидий. Как правило, основным акционером вновь учреждаемых прусских акционерных обществ был король.

В Германии в основном существовали банки, выдававшие ссуды исключительно под недвижимость, а также широкая сеть "народных банков". Немецкий фондовый рынок из-за долгого отсутствия корпоративных ценных бумаг и относительной неразвитости биржевого дела оставался банковским.

Таким образом, в Германии к концу XIX в. сложилась модель, в рамках которой ключевыми поставщиками долгового и долевого капитала акционерных предприятий стали банки.

Основными особенностями рынка ценных бумаг Германии являются:

1. низкая доля акционерного капитала, высокая доля финансирования за счет выпуска облигационных займов
2. низкая доля инвестиционных фондов
3. традиция прямого кредитования на покрытие дефицита, наряду с выпуском государством ценных бумаг
4. высокая доля прямого банковского кредита (50-60%) в финансировании народного хозяйства
5. Высокая или сравнительно высокая доля участия банков в уставных фондах промышленных предприятий, процветают различные формы ассоциаций банков и предприятий
6. На рынке ценных бумаг преобладает влияние банков, доля банков в финансовых активах стабильна
7. В центре денежно-кредитной системы Германии стоит Немецкий Федеральный банк, который выполняет функции центрального банка.

8. Особую роль играют универсальные банки. Универсальные банки занимаются всеми видами банковских сделок – приемом краткосрочных и долгосрочных вкладов, а также эмиссионными, торговыми и депозитными операциями с ценными бумагами.

9. В торговле ценными бумагами важнейшими действующими лицами являются банки, занимающиеся деятельностью на рынках акций и ссудных капиталов между небанковскими учреждениями. Они самостоятельно осуществляют покупку и продажу ценных бумаг, а также финансируют собственную деятельность путем эмиссии ценных бумаг. Банки особенно сильно представлены на рынке ценных бумаг с фиксированным доходом.

ГЛАВА IV. КОНВЕРГЕНЦИЯ ДВУХ МОДЕЛЕЙ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

В странах с развитой рыночной экономикой, особенно в рамках интернационализации хозяйственной жизни, непрерывно происходит сближение рассмотренных моделей индустриальной рыночной экономики и, соответственно, становится все существеннее схожесть или даже совпадение организации финансовых рынков. Так, и США, и Германия показывают примеры конвергенции двух систем финансирования хозяйства¹.

С начала 90-х годов в Германии придают огромное значение расширению рынка акций и, прежде всего, его международной составляющей, финансированию через него венчурных компаний, усилению надзора за банками — профессиональными участниками рынка, преодолению конфликтов интересов, понижению рисков, возникающих на рынке ценных бумаг, и защите прав инвесторов. Осуществлена адаптация германского законодательства в области ценных бумаг к директивам ЕС, которые, в свою очередь, максимально учитывают опыт США в раскрытии информации, обеспечении честных торговых практик, предотвращении манипулирования и инсайдерской торговли. С конца 90-х годов начинается массовый переход крупных германских компаний на именные акции вместо предъявительских с тем, чтобы

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

иметь возможность взять капиталы на самых крупных рынках капиталов в США, соответствовать привычным требованиям американских инвесторов к акциям. Проводится политика слияний и объединений с другими иностранными центрами торговли финансовыми активами.

С другой стороны, в США с конца 70-х годов все в большей мере коммерческие банки осуществляют операции на рынке корпоративных ценных бумаг. Возникает тенденция к созданию финансовых холдингов, в которых дочерними компаниями банков станут фирмы, торгующие ценными бумагами. И наоборот, будет создан новый тип банков (так называемых «оптовых банков»), контролирующими собственниками которых станут брокерско-дилерские фирмы.

Эта тенденция конвергенции стала международной. Например, во Франции еще в 1984 г. было восстановлено универсальное банковское дело (после того, как в 1945 г. инвестиционные и коммерческие банки были разделены). В Японии с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание дочерних компаний — профессиональных участников рынка ценных бумаг, с 1996 г. осуществляется переход к более широкому участию банков в операциях на рынке ценных бумаг, все более диверсифицированной становится структура собственности.

В европейских странах сеть финансового посредничества расширяется, небанковские финансовые посредники играют все более важную роль как мобилизаторов капитала из нефинансовых секторов¹.

Границы между продуктами и видами деятельности (распределения финансовых услуг между коммерческим банком, инвестиционным банком, банком-брокером и страховой компанией) становятся все менее отчетливым. Появляется новый универсальный тип банка²: компания, предоставляющая финансовые услуги. Тем самым граница между коммерческим, инвестиционным и торговым банками, а также брокерами, постепенно стирается.

Важнейшие факторы финансовой глобализации влияют на участников рынка. Благодаря информационным технологиям возник банковский бизнес, не имеющий границ. Современные информационные технологии являются главной предпосылкой и фактором появления современных финансовых продуктов и глобального финансового рынка. Финансовая глобализация означает повсеместное сближение, сходство и, наконец, идентичность цены и качества одного и того же финансового продукта в один и тот же момент времени, без учета локальных затрат и прочих местных обстоятельств.

¹ Schmidt Reinhard H., Hackethal Andreas, Tyrell Marcel. Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting. No.10, January 1998.

² Дёриг Ханс-Ульрих. Универсальный банк — банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века: Пер. с нем. — М.: Междунар. отношения, 1999. — 384 стр.

Выделяются следующие изменения в институциональном устройстве мировых фондовых рынков¹:

1. Усиление процессов концентрации и увеличение мощи финансовых учреждений за счет слияний и поглощений.
2. Усиление тенденции универсализации банков. Традиционные банки все больше превращаются в финансовые конгломераты, предоставляющие услуги, свойственные компаниям по ценным бумагам, страховым компаниям и портфельным управляющим. Американские банки, вследствие упразднения положения Закона Гласса-Стигала (1933 г.), запрещавшего коммерческим банкам создавать дочерние компании по торговле ценными бумагами и страховым услугам, превращаются в финансовые холдинги, усиливая свои конкурентные позиции в мире. Аналогичные изменения происходят уже в течение ряда лет и в Японии.
3. Одной из тенденций последних десятилетий стал рост институциональных инвесторов, которые включают страховые компании, пенсионные фонды и институты коллективного инвестирования, которые выступают важнейшими поставщиками портфельных капиталовложений в мире.
4. В европейских странах с традиционной банковской моделью рынок становится доступным для небанковских финансовых институтов. Кроме того,

¹ Рубцов Б.Б. Тенденции развития мировой экономики и фондовый рынок России // Рынок ценных бумаг, М., 2000, № 12

банки получают доступ на фондовые биржи в тех странах, где раньше они его не имели (Испания, Франция).

5. Процессы концентрации затрагивают и фондовые биржи. Происходит объединение фондовых бирж на межнациональной основе.

6. Изменения в системе органов регулирования. В конце 90-х годов в ряде стран наблюдается тенденция к сосредоточению всех контролирующих функций над всеми участниками финансовых рынков (над банками и небанками) в рамках одного учреждения, а не в нескольких, как это было раньше.

В результате финансовый сектор становится менее сегментированным с размытыми границами между банковскими и небанковскими учреждениями.

Кроме того, как отмечает Б.Б. Рубцов¹, в Германии в 90-е гг., к примеру, на правительственном уровне принимаются шаги по стимулированию развития рынка акций, поскольку развитый рынок акций рассматривается как фактор, повышающий конкурентоспособность экономики.

Что касается финансовой системы Франции, отнести ее к одному из двух типов сложнее по двум причинам: роль государства очень сильна и, кроме того, финансовая система страны претерпела весьма существенные изменения за последние два десятилетия. Reinhard H Schmidt полагает, что финансовая системы Франции изменилась от германского типа к англосаксонскому типу, о чем упоминает и Б.Б. Рубцов.

¹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: ФА, 2000. – 312 с.

Что касается российского рынка, то, как отмечает Б.Б. Рубцов, он сразу создавался на основе более современной идеологии, поэтому не несет в себе груз старых, отживших традиций и технологий, что должно способствовать более легкому процессу адаптации к происходящим институциональным изменениям.

ГЛАВА V. РАЗВИТИЕ РОССИЙСКОЙ МОДЕЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

1. ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ РОССИИ

Процесс формирования рынка ценных бумаг оказался в переходной экономике России более труден и болезнен, чем развитие других рыночных отношений, так как если, например, банковский сектор экономики при почти полном отсутствии рыночных механизмов все же существовал в СССР, то фактически весь период советской экономики до 1990 г. рынок ценных бумаг как таковой отсутствовал. В тот период отсутствовал подготовленный кадровый состав профессиональных участников рынка, кроме того, отсутствовало понимание сути тех процессов, которые проходят на фондовом рынке. Концепции развития РЦБ в России была принята только в июле 1996 г.

Можно выделить несколько этапов развития рынка ценных бумаг^{1,2}.

Первый этап — это период с 1988 г. по 1991 г., который можно назвать периодом хаоса на фондовом рынке. В это время на рынке появляются первые

¹ Анесянц С.А.. Основы функционирования рынка ценных бумаг. М.: "Контур", 1998.-368с.

² Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. — М.: ОАО "Издательство "Экономика", 1998. - 222 с.

ценные бумаги. Все процессы происходили при полном отсутствии законодательной базы. До конца 1992 г. в России не было ни одного закона, который хоть как-то регулировал бы рынок ценных бумаг.

В Западной Европе и Северной Америке первые ценные бумаги появились в результате эволюции, как следствие соответствующих потребностей предпринимательских структур. Полностью огосударствленная и управляемая из одного центра экономика Советского Союза исключала подобное развитие событий. Импульс для возникновения рынка ценных бумаг на территории России был дан соответствующим правительственным решением — постановлением Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. "О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг". Согласно этому документу государственные предприятия, переведенные на полный хозяйственный расчет и самофинансирование, получили право эмитировать долевые ценные бумаги — акции. Показательно, что эмиссия указанных ценных бумаг не меняла правового статуса эмитента, он также оставался в государственной собственности.

19 июля 1990 г. Совет Министров СССР своим постановлением № 590 утвердил Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах. С даты утверждения этих документов и следует начинать отсчет процесса возникновения фондового рынка на территории Советского Союза, поскольку именно благодаря

им появилась формальная возможность мобилизации инвестиционных ресурсов на рынке капитала. В самом конце 1990 г. Верховным Советом РСФСР принял ряд нормативных актов, которые и сформировали первичную реальную нормативную базу для развития российского фондового рынка - были утверждены Законы РСФСР "О собственности в РСФСР" и "О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР", а также Положение об акционерных обществах.

Российские предпринимательские структуры не замедлили воспользоваться появлением в стране правового каркаса рынка ценных бумаг, что привело к возникновению многочисленных центров "свободной" торговли, названных в России биржами. Биржевые сделки по всей стране заключались главным образом по товарной номенклатуре, Большинство биржевых структур создавалось в форме акционерных обществ. Поскольку не было предъявлено никаких требований к эмиссионным документам и к порядку проведения эмиссий, учреждаемые биржи начинали свою деятельность с продажи собственных акций и "брокерских мест" (по сути, прав на участие в торгах). Параллельно с рынком биржевых акций возник рынок акций коммерческих банков. К середине 1991 г. только в Москве и Московской области было зарегистрировано уже свыше 200 коммерческих банков.

При проведении эмиссий АКИБ НТП, Инкомбанк, Мосбизнесбанк и АвтоВАЗбанк впервые в российской фондовой практике официально прибегли

к услугам только что появившихся и еще очень немногочисленных брокерских фирм. Характерно, что эти фирмы проводили сделки на свой страх и риск, поскольку ни одного нормативного акта, регулировавшего порядок посреднической деятельности на рынке ценных бумаг, помимо Положения об акционерных обществах, тогда не существовало.

Пример первых эмиссий банковских акций повлиял и на рынок биржевых акций. Его операторы (биржи), начали процесс реструктуризации капитала бирж, отделяя инвестиционные компании. При этом часть средств такие компании получали непосредственно от учреждавших их бирж, а часть собирали по открытой подписке.

Утвержденное 28 декабря 1991 г. постановлением Правительства России № 78 Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР стало первым важнейшим документом, регламентирующим порядок жизнедеятельности и взаимодействия институтов фондового рынка. Отдельные положения данного нормативного акта представляли собой учет российских реалий и западноевропейского фондового законодательства. Например, участниками рынка ценных бумаг России признавались любые российские банки.

Второй этап развития рынка ценных бумаг начался в 1992 г. с чековой приватизации. Процессы приватизации, как и процесс становления общего

фондового рынка в России, были инициированы федеральными властными структурами. Этот этап можно характеризовать как период оживления и подъема рынка. В историю он вошел как период ваучерной приватизации - на рынке впервые появилась массовая ликвидная ценная бумага, т.е. ваучер. Другой причиной активизации деловой активности в российской финансовой сфере стало появление рынка государственных ценных бумаг. Постановление Совета Министров — Правительства Российской Федерации от 8 февраля 1993 г. №107 заложило правовые основы выпуска, обращения и погашения данного вида ценных бумаг.

Приватизация государственной и муниципальной собственности рассматривалась как важнейший элемент рыночных реформ, проводившихся в России начиная с 1992 г. Благодаря приватизации государственной собственности фондовый рынок в России буквально за считанные месяцы оказался насыщен сначала приватизационными чеками — первой действительно массовой и общедоступной ценной бумагой, а затем — акциями приватизированных предприятий, которые с 1994 г. превратились в основной фондовый товар.

Ситуация потребовала появления профессиональных участников, которые стали бы между покупателями и продавцами ваучеров. Государство инициировало возникновение ЧИФов, которые аккумулировали большую часть ваучеров. На рынке появились первые лицензированные финансовые брокеры и

инвестиционные компании. Брокеры выполняли посреднические функции, а компании проводили операции за свой счет.

Наконец, ваучер реально активизировал деятельность ряда бирж, особенно московских, а также фондового отдела РТСБ (Российской товарно-сырьевой биржи). Ежедневные котировки ваучера на этих биржах стали ориентиром для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг. По сути, это стало первой классической биржевой деятельностью российских бирж.

Особенностью российского фондового рынка являлись специфические ограничения на деятельность собственно *брокерских фирм*. В результате на российском рынке эффективно могли действовать лишь универсальные банки, однако обычно они преследовали специфические цели, далекие от задач поддержки его ликвидности. Российский фондовый рынок возник в весьма специфической *макроэкономической* обстановке. Ее основными чертами являлись распад нерыночных (администрируемых) связей в экономике страны и повышенная инфляция, продолжавшаяся в течение 5 лет. В России первой половины 90-х годов *акции* рассматривались либо как инструмент установления абсолютного контроля над акционерным обществом, либо как инструмент извлечения одноразового дохода от их реализации.

С прекращением существования ваучера в 1994 г. все организации и структуры, которые появились на рынке ценных бумаг для работы с ним,

оказались больше не востребованными. Начался процесс сворачивания деятельности большинства брокерских контор и компаний; так, за два года с момента ликвидации ваучера в Ростовской области прекратили свою работу около 85% этих организаций, те же процессы проходили и в других регионах страны. На этом закончился второй этап развития рынка ценных бумаг в России.

Третий этап можно охарактеризовать как период спада с переходом в состояние застоя. Он продолжался до второй половины 1995 г. Переход в период спада в первую очередь был связан с ликвидацией ваучера, но существовал еще ряд факторов, приведших к застойным тенденциям на рынке ценных бумаг, в том числе рекламные кампании ЧИФов и других АО, обещавших громадные дивиденды, которые подорвала веру большинства населения в ценные бумаги, так как почти ни одна из подобных организаций свои обещания не выполнила. Сыграли свою отрицательную роль и утечка капитала за рубеж, несовершенство законодательства, долларизация страны (значительная часть населения предпочитает вкладывать свои сбережения не в государственные ценные бумаги и акции промышленных предприятий, а в доллары США).

В 1993—1994 гг. обстоятельства начала складываться так, что Россия пошла по пути *континентальной модели фондового рынка*, где господствуют

банки - крупные, жестко контролируемые государством институциональные инвесторы.

Данный период продолжался фактически до второй половины 1995 г., когда появились некоторые достаточно привлекательные ценные бумаги, в первую очередь ГКО и ОГСЗ (облигаций Государственного сберегательного займа).

Четвертый этап - 1997 г. стал переломным в процессе формирования современной нормативной базы функционирования фондового рынка России¹. Этому во многом способствовало вступление в силу одного из основополагающих гражданско-правовых актов - *Гражданского кодекса Российской Федерации*. В нем были установлены нормы, касающиеся акционерного общества: его образования, функционирования, обращения акций, выплаты дивидендов и т.д. Кроме того, в нем были уточнены характеристики понятия "ценная бумага", определены особенности выпуска, обращения и процедуры передачи прав собственности. Кроме того, были приняты *федеральные законы*, регулирующие фундаментальные отношения на рынке ценных бумаг. К их числу можно отнести: Федеральный закон "Об акционерных обществах" от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ, Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ, фиксирующий виды

профессиональной деятельности и участников рынка ценных бумаг, а также определяющий регулирующую роль Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (ФКЦБ); и др.

В России появился государственный институт, созданный для регуляции функционирования фондового рынка — Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. В то же время деятельность коммерческих банков на российском рынке ценных бумаг регулируется Центральным банком, а не ФКЦБ. Это породило затяжной конфликт между указанными ведомствами в связи с задержкой ФКЦБ выдачи Банку России генеральной лицензии на операции с ценными бумагами. Кроме того, отсутствие четких границ полномочий и сферы регулирования обоих государственных институтов в отношении крупнейших участников фондового рынка сохраняет некоторую напряженность в их отношениях и препятствует согласованным действиям в области контроля и регулирования процессов, происходящих на российском рынке ценных бумаг.

Принимаемые меры могли бы оказать благотворное воздействие на фондовый рынок при условии, что он опирается на адекватное государственное бюджетное планирование и эффективно функционирующий реальный сектор в национальной экономике. И первое, и второе условия не были соблюдены в России в 1990-х годах, а дефолт по внутреннему государственному

¹ Правовое обеспечение экономических реформ / Отв. ред. Я. И. Кузьминов, В.Д. Мазаев. Финансовые рынки /

долгу, объявленный 17 августа 1998 г., доказал, что наличие нормативных актов, отражающих мировой опыт регулирования рынков ценных бумаг, само по себе не может стимулировать ни приток инвестиций, ни фондовый подъем. События августа 1998 г. выявили главную слабость российского рынка ценных бумаг — фактическое отсутствие на нем отечественных поставщиков инвестиционных ресурсов.

2. ХАРАКТЕРИСТИКА СОВРЕМЕННОГО СОСТОЯНИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Если принять во внимание то, что в 1994-1995 гг. фондовый рынок был практически полностью занят приватизационными чеками (ваучерами) и мошенническими бумагами (МММ, АВВА и др.), в 1996-1997 гг. спекуляциями на недооцененных в сотни раз акциями российских предприятий, завершившимися в 1997 г. крахом рынка, и, наконец, его полное исчезновение в августе 1998 г., то нужно признать, что только в 1999 г. возник и начал историю своего развития подлинный российский фондовый рынок¹.

Множество проблем фондового рынка вызвано неподготовленностью предприятий и организаций к работе с акционерами. В западной практике до

Ю.А. Данилов, Г.В. Петрова, С.М. Дробышевский, А.Б. Золотарева. - М.: ГУ ВШЭ, 2000. - 82 с.

¹ Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики / М.: Наука, 2002.-416с.

выхода на рынок ценных бумаг для привлечения инвестиционных ресурсов, компания обычно развивается за счет собственных ресурсов либо банковских кредитов. Иными словами, на фондовый рынок выходит участник, который уже привлекал заемные средства и умеет работать с инвесторами. В России же в ходе масштабной приватизации произошло все наоборот - эмитентами стали компании, которые не имели ни малейшего понятия о работе с внешними инвесторами и заемными средствами. Фондовый рынок им был нужен для передела собственности, а не для привлечения инвестиционных средств. Отсюда нарушения прав акционеров, манипуляции с реестром, сокрытие прибыли, мизерные дивиденды и, как следствие, исчезновение интереса мелких инвесторов практически к любым видам акций. Иными словами, рынок ценных бумаг в России пока играл роль только в покрытии бюджетного дефицита и перераспределении собственности в процессе приватизации, а не финансирования реального сектора экономики¹.

Основные особенности фондового рынка России

Я.М. Миркин² отмечает, что российский фондовый рынок относится к группе *формирующихся рынков*, что определяется по индикатору капитализации рынка акций к ВВП в процентах. Для основной части развитых

¹ Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: ФА, 2000. – 312 с.

² Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

рынков характерна капитализация выше 40-60% ВВП/ВНП, для большинства формирующихся рынков — ниже 40-60% ВВП/ВНП. В России в 1995-2000 гг. капитализация рынка акций не превышала 20% ВВП. Для России характерна долговая экономика (как и в большей части переходных экономик Европы), в которой система финансирования основана на долговых обязательствах, а не на акциях. Рынок акций носит краткосрочный спекулятивный характер, он фрагментарен - он разделен на мелкие сегменты, формируемые отдельными торговыми системами, существуют информационные барьеры между ними, затруднен доступ различных групп инвесторов и финансовых посредников. Что важно, незначителен размер свободной для обращения части акционерных капиталов и отсутствие массового предложения акций. Отмечается ограниченный состав услуг на фондовом рынке и отсутствие инвестиционных банков, и кроме того, недостаточная операционная способность и низкая капитализация операторов рынка ценных бумаг (брокеров и дилеров). Отсутствуют классы институциональных инвесторов. В России сложилась инсайдерская модель корпоративного контроля.

Регулирование рынка ценных бумаг

Регулирование рынка ценных бумаг — это объединение в одну систему определенных методов и приемов, позволяющих упорядочить совершение фондовых операций, подчинить их определенным требованиям и правилам. Это

механизм поддержания равновесия взаимных интересов всех участников рынка ценных бумаг в рамках действующего законодательства.

Регулирование рынка ценных бумаг преследует следующие цели, как это указывается в документе ИОСКО (Международная организация комиссий по ценным бумагам – International Organization of Securities Commissions) «Цели и принципы регулирования ценных бумаг» (цит. по¹):

- защита инвесторов (против манипулятивных, мошеннических и инсайдерских практик);
- справедливость, эффективность и прозрачность рынков;
- сокращение системного риска.

Миркин Я.М. подчеркивает, что система регулирования рынка ценных бумаг должна способствовать тому, чтобы рынок обеспечивал привлечение в страну и в инвестиции «длинных» денег, демонстрировал достаточный объем, стабильность, конкурентоспособность, справедливый характер, целостность.

Система управления рынком ценных бумаг основана на использовании государственных и негосударственных методов регулирования. В мировой практике различают две модели регулирования рынка ценных бумаг:

1. Регулирование фондового рынка является преимущественной функцией государственных органов. Государственное регулирование главным образом осуществляется на основе нормативно-правовых актов. Лишь небольшая часть

полномочий по надзору, контролю, установлению правил государство передает объединениям профессиональных участников рынка ценных бумаг.

2. При сохранении за государством основных контрольных позиций максимально возможный объем полномочий передается саморегулируемым организациям (СРО, объединениям профессиональных участников рынка ценных бумаг), значительное место в контроле занимают не жесткие предписания, а установившиеся традиции, система согласований и переговоров. Эта система сложилась в Великобритании.

Саморегулирование предполагает разработку стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и их повсеместное применение на практике, запрещение недобросовестной рекламы, формирование общественного мнения с целью мотивации поведения инвесторов и эмитентов. Саморегулируемые организации — это некоммерческие негосударственные организации, создаваемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг на добровольной основе, с целью регулирования определенных аспектов рынка.

Существуют различные модели саморегулирования, предполагающие как наличие, так и отсутствие множественности СРО (при этом довольно распространено создание СРО по функциональному признаку (брокерско-

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002, с. 360.

дилерская деятельность, инвестиционная деятельность), по продуктовому признаку (определенный вид ценных бумаг), по закреплённости за определенным рынком (биржи, внебиржевой рынок) или инфраструктурой, обслуживающей определенные рынки)¹.

Как отмечает Рубцов Б.Б.¹, в 1990-х годах мировые фондовые рынки демонстрируют две важные тенденции. Во-первых, в связи с глобализацией фондовых рынков возникла потребность в унификации норм и правил их регулирования, что особенно заметно в Европе в рамках Европейского Союза, где национальное законодательство по ценным бумагам приведено в соответствие с различными директивами ЕС, посвященными финансовым рынкам. Постепенно вырабатываются общие нормы и принципы, которые признаются в большинстве стран. Во-вторых, в ряде стран наблюдается тенденция сосредоточения всех контролирующих функций над всеми участниками финансовых рынков (над банками и небанками) в рамках одного учреждения. По такому пути пошли Великобритания, Япония, Корея, Исландия, Люксембург, Австралия, Венгрия и некоторые другие малые страны Европы.

На начальном этапе рыночных реформ часть российского общества не имела точного представления относительно сущности рынка ценных бумаг и рыночной экономики в целом. Отсутствие должного регулирования и контроля

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002, с. 360.

рынка ценных бумаг со стороны государства повлекло многочисленные злоупотребления со стороны участников рынка, такие, как выпуск суррогатов ценных бумаг, незаконное осуществление профессиональной деятельности, мошенничество, что вызвало недоверие к участникам, дискредитацию фондового рынка и его инструментов.

Российский фондовый рынок имеет смешанную модель управления, так как в качестве регулирующих инстанций выступают Центральный банк РФ и небанковские государственные органы во главе с ФКЦБ России, с одной стороны, и саморегулируемые ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПАРТАД, НАУФОР), с другой стороны. Кроме того, Россия пошла по пути установления детальных сводов правил и жесткого контроля за их исполнением. В результате сложилась утяжеленная регулятивная инфраструктура при незначительных размерах самого объекта регулирования. Однако попытка создать в России масштабный, с низкими рисками рынок ценных бумаг, основываясь только на правилах и предписаниях регулятора, к успеху не привела¹.

Российская модель фондового рынка предполагает множественность СРО, их «закрепленность» за отдельными рынками. В конце 1999 г компанией Cadogan Financial была предложена новая для России концепция мегарегулятора

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: «Экзамен», 2002. — 448 с.

отечественного финансового рынка², который осуществлял бы регулирующие функции в отношении: кредитных организаций; деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг; деятельности организаторов торговли; деятельности по управлению коллективными инвестициями; страховой деятельности. Необходимость и возможность создания в России подобного регулятора фондового рынка требует дальнейшего анализа и изучения мирового опыта. Миркин Я.М. отмечает, что для постановки вопроса о мегарегуляторе должна быть достигнута высокая степень зрелости финансового рынка, должны вырасти крупные и диверсифицированные финансовые институты и группы. В настоящий момент для формирования мегарегулятора в России нет экономической базы, т.к. финансовый рынок прежде всего раздроблен, основан на очень мелких финансовых институтах с низкой капитализацией, которым только предстоит вырасти в более диверсифицированный и крупный бизнес, так что это вопрос перспективы.

Предлагаются следующие меры по развитию российского рынка ценных бумаг³:

1. Рынок ценных бумаг должен выполнять свою основную цель - финансирование экономического роста и инноваций, т.е. стать механизмом привлечения инвестиций в реальный сектор вместо спекулятивного рынка 90-х

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.

² Там же.

³ Миркин Я. 30 тезисов. Ключевые идеи развития фондового рынка // Рынок ценных бумаг. М., 2000, № 11

годов, обслуживавшего преимущественно интересы государства и краткосрочных иностранных инвесторов, а также механизмом создания реальной способности конкурировать с рынками других стран за денежные ресурсы.

2. Чтобы увеличить инвестиции, направляемые в реальный сектор, доля денежных ресурсов, направляемых через рынок ценных бумаг на обслуживание дефицитов государства, должна быть снижена.

3. Рост доли мелких акционеров-физических лиц в капиталах предприятий необходимо довести хотя бы до 20-25%, а институциональных инвесторов, представляющих население, - до 8-10%, и на этой основе в будущем обеспечить возможность привлекать капиталы на розничных рынках акций (большинство предприятий имеют контролирующих акционеров). Необходимо отметить при этом, что англосаксонская модель финансирования, основанная на акциях, в ближайшей перспективе в России маловероятна.

4. Необходимо ориентироваться на смешанную модель рынка ценных бумаг, в которой на рынке присутствуют как универсальные коммерческие банки, так и инвестиционные банки (брокерско-дилерские компании) и финансовые конгломераты. Для этого нужны системы урегулирования конфликтов интересов и управления рисками внутри коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний, позволяющей им осуществлять профессиональную

деятельность на рынке ценных бумаг. Сочетание универсальных и специализированных институтов на рынке ценных бумаг.

5. Требуется отказаться от идеи создания инвестиционных банков как особого финансового института, отличающегося от коммерческих банков и брокерско-дилерских компаний. В международной практике инвестиционный банк — это брокерско-дилерская фирма, которая выполняет полный круг операций на рынке ценных бумаг. Следовательно, для создания инвестиционных банков в России не нужно особого законодательства: оно уже есть.

6. Создание новых классов инвесторов, представляющих население и рассчитанных на увеличение доли работников в акционерных капиталах предприятий.

7. Регулятор должен заниматься не только новыми правилами, не только защитой прав акционеров и не только раскрытием информации, но и пытаться реструктурировать фондовый рынок таким образом, чтобы сделать менее подверженным рискам и в большей мере способствующим долгосрочным инвестициям в реальный сектор. Важно перейти к новой модели регулирования рынка ценных бумаг, основанной как на жестких и детальными нормах и предписаниях, так и на договоренностях с участниками рынка, на совместных действиях и программах, на общих принципах, являющихся идеологическими документами и закрепленных стандартами саморегулируемых организаций и организаторов торговли. Необходимо замещать правила там, где

это возможно, рекомендациями и методиками ФКЦБ России и стандартами СРО¹. Создание мегарегулятора в России – это вопрос будущего, необходимо изучить международный опыт создания подобных структур.

¹ Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблицер, 2002. — 624 с.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

1. Рынок ценных бумаг входит в структуру финансового рынка как составная часть, объединяя сегменты денежного рынка и рынка капиталов. На рынке ценных бумаг происходит перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, между территориями и странами, между различными слоями населения. Рынок ценных бумаг, являясь одной из составляющих рыночной экономики, имеет возможности через свои механизмы мобилизовать инвестиционные ресурсы в целях экономического роста, развития научно-технического прогресса, инновационной деятельности, освоения новых производств.
2. Формирование фондовых рынков развитых стран происходило в течение длительного исторического периода, испытывая на себе влияние различных факторов развития экономической и правовой системы государства. В экономически развитых странах выделяются два типа фондового рынка - банковский и биржевой, которые представляют собой две различные модели фондового рынка. *Англосаксонская* модель представляет собой биржевой рынок с доминированием небанковских инвесторов и упором на операции с корпоративными акциями, *европейско-континентальная* (германская) модель - банковский рынок с доминированием на нем кредитных учреждений и упором в основном на операции с

государственными ценными бумагами. Главные критерии различия между ними - через какие *финансовые инструменты* и *финансовые институты* получает хозяйство денежные средства.

3. В странах со смешанной, переходной, экономикой, имеется тенденция к формированию смешанной модели фондового рынка, которой присущи черты как банковской, так и биржевой модели.
4. Тип фондового рынка сам по себе не определяет уровень развития финансовой системы, равно как и уровень экономического развития. Тем не менее по мере роста национального благосостояния финансовая система начинает больше ориентироваться на рынок капитала.
5. В развитых странах за последние десятилетия наблюдается процесс конвергенции указанных моделей – тенденция к универсализации банков, рост институциональных инвесторов, тенденция к сосредоточению всех контролирующих функций над всеми участниками финансовых рынков (над банками и небанками) в рамках одного учреждения.
6. Российский рынок относится к формирующимся рынкам, присущим странам с переходной экономикой. Российскому фондовому рынку ближе и в большей мере присущи особенности европейско-континентальных рынков, главным образом из-за особенностей его формирования и правового регулирования (континентальное право). Система финансирования основана

на долговых обязательствах, а не на акциях, в то время как рынок акций носит краткосрочный спекулятивный характер.

7. Российский фондовый рынок имеет смешанную модель управления: регулирующие инстанции в виде Центрального Банка РФ и небанковских государственных органов во главе с ФКЦБ России, с одной стороны, и саморегулируемые ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг, с другой стороны. Российская модель фондового рынка предполагает множественность СРО.
8. В процессе дальнейшего развития российского фондового рынка необходимо учесть современные мировые тенденции сближения, смешения двух моделей устройства фондовых рынков, поэтому необходимо ориентироваться на построение смешанной модели рынка ценных бумаг, при которой на рынке присутствуют как универсальные коммерческие банки, так и инвестиционные банки (брокерско-дилерские компании) и финансовые конгломераты, т.е. сочетание универсальных и специализированных институтов на рынке ценных бумаг. Необходим также отход от преимущественного использования долговых инструментов. Требуется проработка вопроса о возможности создания единого регулирующего института.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Анесянц С.А.. Основы функционирования рынка ценных бумаг. М.: "Контур", 1998.-368с.
2. Анохин С.И. Регулирование рынка ценных бумаг. Н.Новгород, 2001
3. Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики / М.: Наука, 2002.-416с.
4. Бычков А.П. Мировой рынок ценных бумаг. М., 1998
5. Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. — М.: ОАО "Издательство "Экономика", 1998. - 222 с.
6. Дёриг Ханс-Ульрих. Универсальный банк — банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века: Пер. с нем. — М.: Междунар. отношения, 1999. — 384 стр.
7. Драчев С.Н. Фондовые рынки США - Основные понятия, механизмы, терминология ООН. М., 1992
8. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.
9. Миркин Я. 30 тезисов. Ключевые идеи развития фондового рынка // Рынок ценных бумаг. М., 2000, № 11

10. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995.
11. Пелих С.А., Рачковская О.С. Две концепции развития фондового рынка // Финансы, М., 1999, № 10.
12. Пенцов Д.А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка США. СПб, 2003
13. Правовое обеспечение экономических реформ / Отв. ред. Я. И. Кузьминов, В.Д. Мазаев. Финансовые рынки / Ю.А. Данилов, Г.В. Петрова, С.М. Дробышевский, А.Б. Золотарева. - М.: ГУ ВШЭ, 2000. - 82 с.
14. Пумпянский Д.А. Фондовый рынок в России. М., 2003
15. Пшонковский Р.Э. Приток капитала и формирование фондовых рынков в Африке. М., 2003
16. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: «Экзамен», 2002. — 448 с.
17. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: ФА, 2000. – 312 с.
18. Рубцов Б.Б. Тенденции развития мировой экономики и фондовый рынок России // Рынок ценных бумаг, М., 2000, № 12
19. Семенов Г.А. Теоретические основы рынка ценных бумаг. Саратов, 2000
20. Серебрякова Л.А. Рынок ценных бумаг: функции и экономическая роль. М., 1993. - Актуальные валютно-финансовые проблемы зарубежных стран / Научно-исследовательский финансовый институт. Вып. 3 (58)

21. Туруев И.Б. Мировое значение американских финансовых институтов. М., 2003
22. Цабалин А.О. Развитие рынка ценных бумаг России в XX в. М., 2001
23. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами. - М.: Финансы и статистика, 1997.— 336с.: ил.
24. Allen Franklin, Gale Douglas. Diversity of Opinion and Financing New Technologies. // Journal of Financial Intermediation, 8, 1999.
25. Balida Sandeep, Polak Ben. The Emergence and Persistence of the Anglo-Saxon and German Financial Systems. // Yale University, Department of Economics, working paper, 2001.
26. Barth James R., Caprio Gerard, Levine Ross. Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability?
27. Beck Thorsten, Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross. // Law, Politics, and Finance. February 26, 2001.
28. Beck Thorsten, Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross, Vlaksimovic Vojislav. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14, 2000.
29. Beck Thorsten, Levine Ross, and Loayza Norman. Finance and the Sources of Growth
30. Bhide Amar. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. // Journal of Financial Economics. 34 (1), August 1993.

31. Biagio Bossone. What Makes Banks Special? (The Word Bank)
32. Boot Arnoud W.A., Greembaum Stuart J., Thakor Anjan V. Reputation and Discretion in Financial Contracting. // American Economic Review, 83, 1993.
33. Demirgüec-Kunt Asli, Levine Ross. Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Cultural Comparisons.
34. Dow James, Gorton Gary. Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? // Journal of Finance, 52, 1997.
35. Fohlin Caroline. Universal Banking in Pre-World War I Germany: Model or Myth? // Explorations in Economic History, 36, 1999.
36. Gorton Gary, Winton Andrew. Financial Intermediation. NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Working Paper 8928, May 2002. (<http://www.nber.org/papers/w8928>).
37. La Porta Rafael, Lopez-de-Silanes Florencio, Shleifer Andrei, Vishny Robert W. Investor Protection and Corporate Governance. // Journal of Financial Economics, 2000.
38. Leahy Michael, Schich Sebastian, Wehinger Gert, Pelgrin Florian and Thorgeirsson Thorsteinn. Contributions Of Financial Systems To Growth In OECD Countries. // Organization for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Papers No. 280 21-Mar-2001, ECOAVKP(2001)6.

39. Levine Ross. Bank-based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? // University of Minnesota mimeo, 2000.
40. Levine Ross, Zervis Sara. Stock Market, Banks and Economic Growth. // American Economic Review, 88, 1998.
41. Rajan Raghuram G., Zingales Luigi. The Great Reversals: The Politics Of Financial Development In The 20th Century. Organisation for Economic Co-operation and Development, Economics Department Working Papers N0. 265, 20 Oct. 2000, ECO/WKP(2000)38.
42. Rybcinski T. Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan. // Journal for Economic Behaviour and Organization, Vol. 5, 1984.
43. Schmidt Reinhard H. Differences between Financial Systems in European Countries: Consequences for EMU. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Working Paper Series: Finance & Accounting, No.35, April 1999.
44. Schmidt Reinhard H., Hackethal Andreas, Tyrell Marcel. Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting. No.10, January 1998.
45. Winkler Adalbert. Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance. Johann Wolfgang Goethe-Universitat, Frankfurt am Main. Working Paper Series: Finance & Accounting, No.12, February 1998.

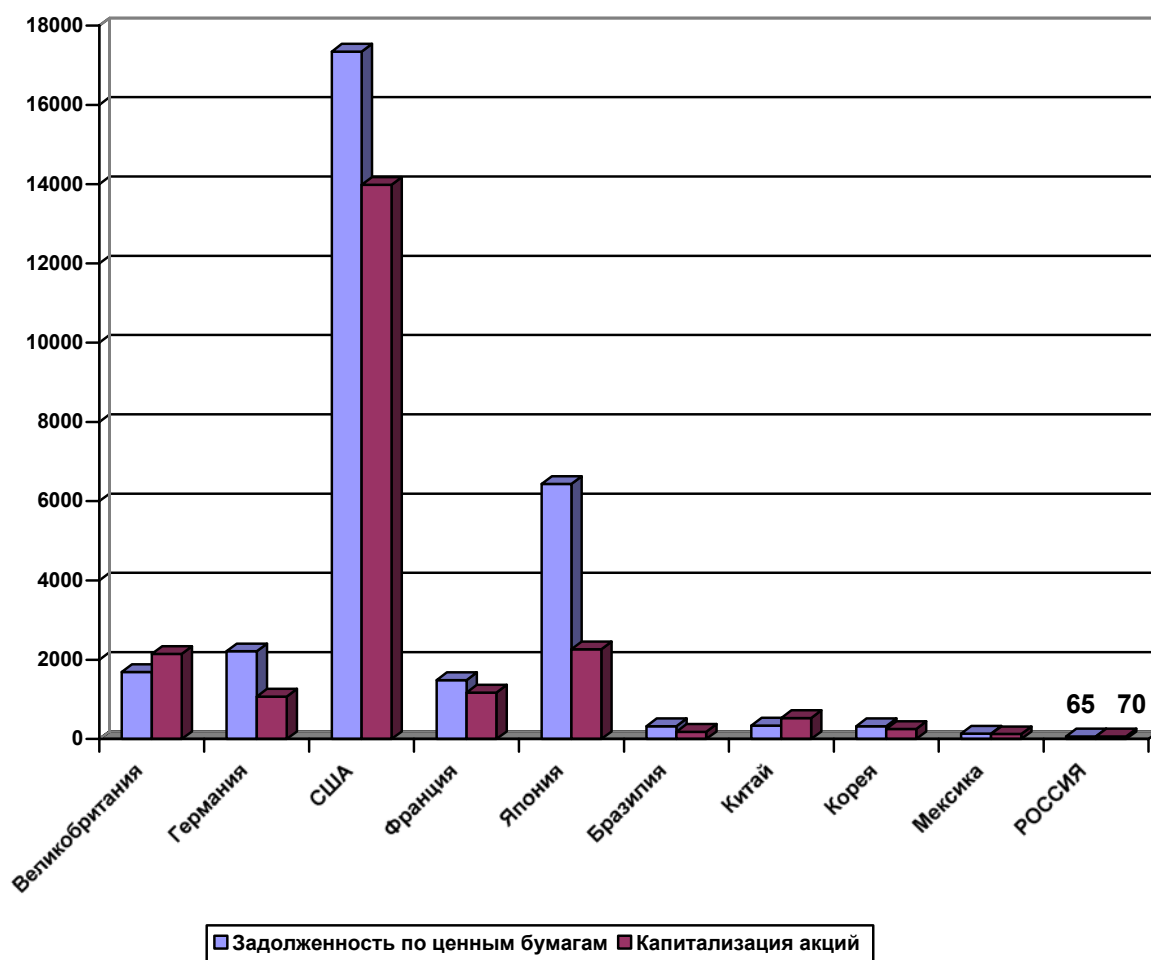
46. Zweigert Konrad, Kötz Hein. Introduction to Comparative Law. Oxford University Press, New York, NY, 1998.

Приложения

Диаграммы в Приложении (табл. 1-6) построены на основе аналитических, статистических и фактических данных, опубликованных Б.Б. Рубцовым¹.

Табл. 1.

Структура мирового рынка долговых ценных бумаг и акций, 2001 г. (в млрд. долл. на конец года)



¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: «Экзамен», 2002. — 448 с.

Табл. 2.

Капитализация мировых рынков акций (в млрд.долл. на конец года)

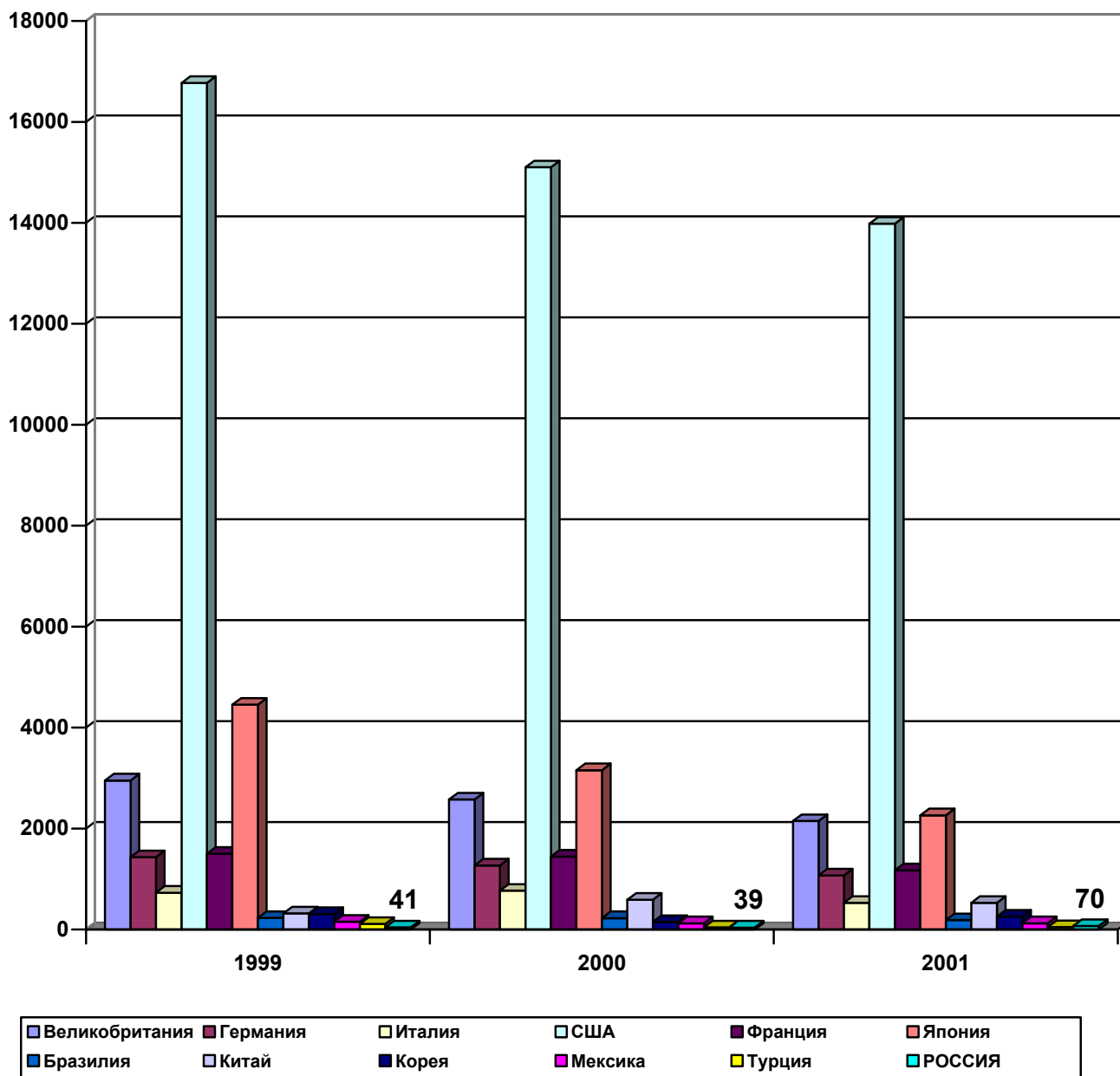


Табл. 3.

Соотношение капитализации национальных эмитентов и ВВП (в %)

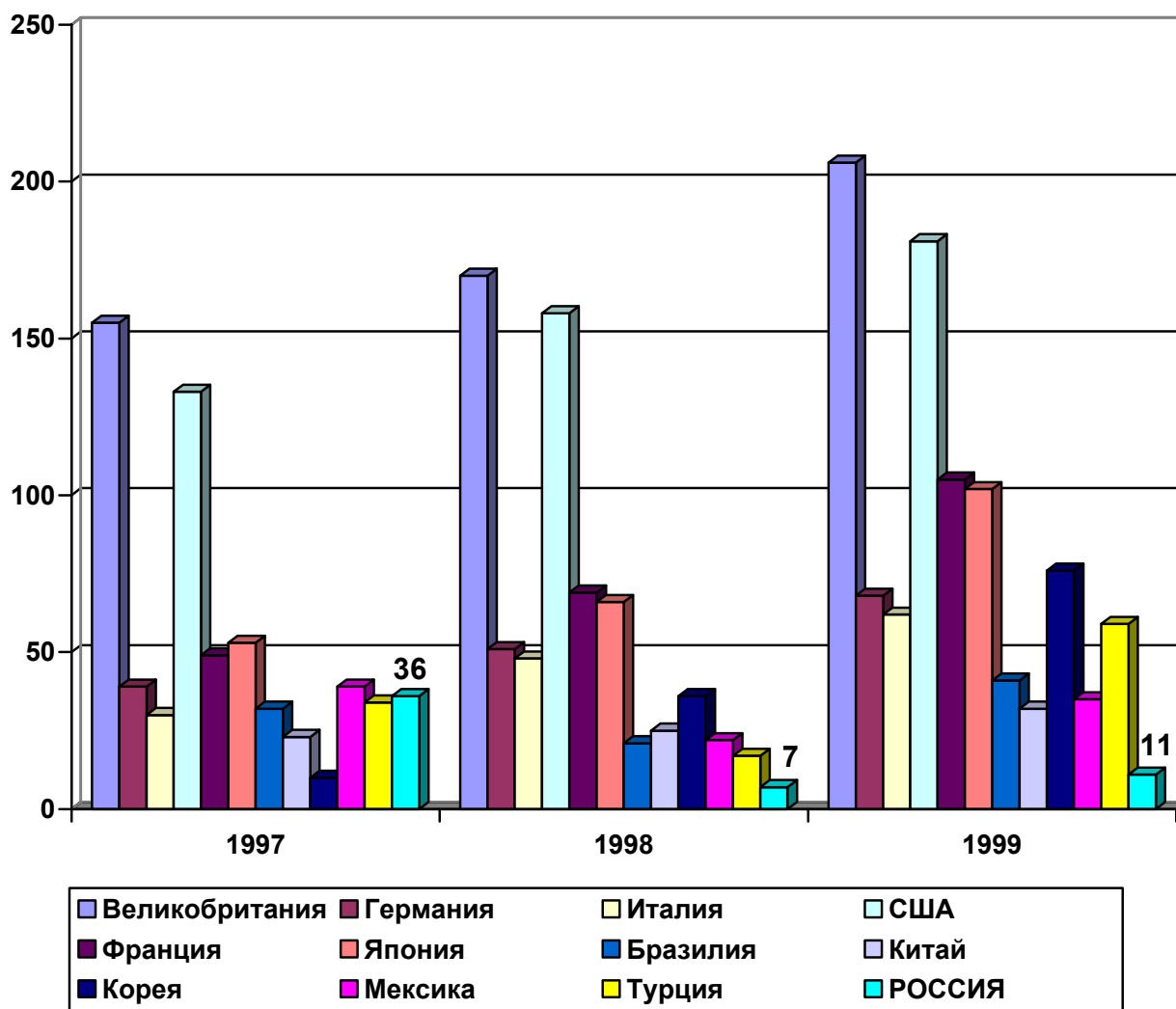
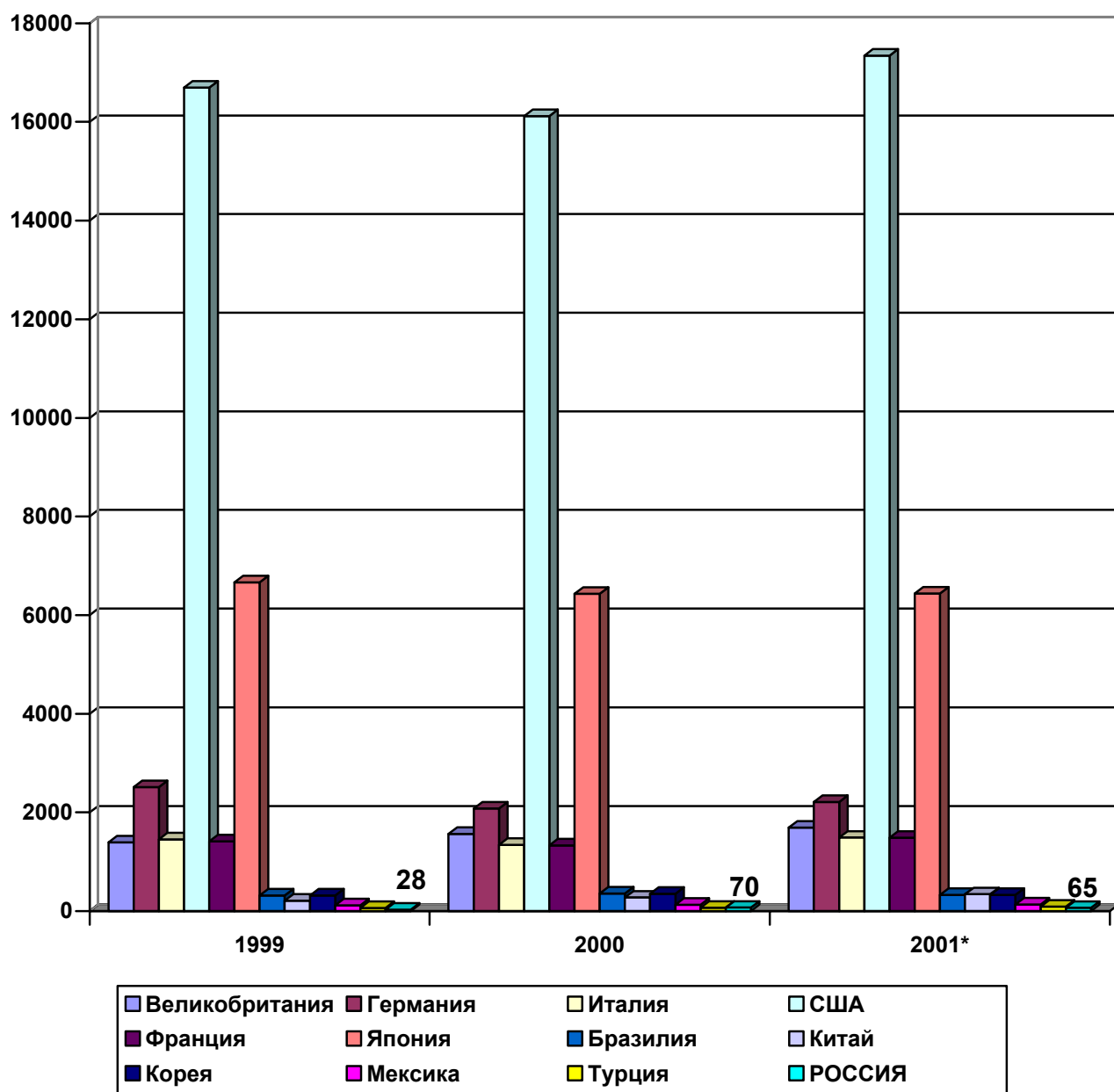


Табл. 4.

Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (в млрд. долл. на конец года)



* Предварительные данные

Табл. 5.

Соотношение задолженности по ценным бумагам и ВВП (в %)

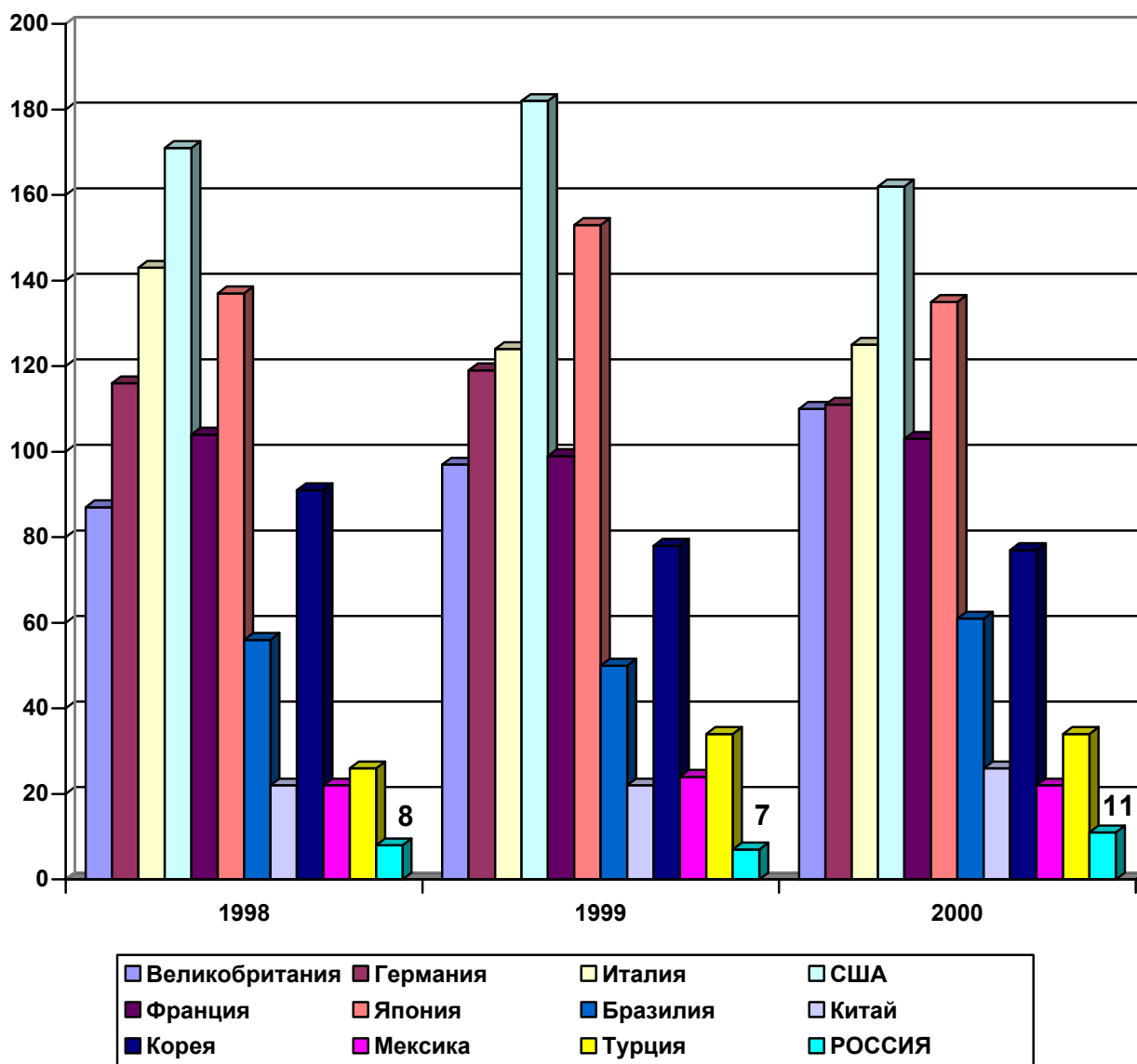


Табл. 6.

Структура собственности в современных корпорациях (в %)

