ТОМСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
НАЦИОНАЛЬНЫЙ ФОНД ПОДГОТОВКИ КАДРОВ

Памяти профессора
экономического факультета ТГУ
М.П. Евсеева
посвящается

Развитие научно-образовательного потенциала Сибири

Материалы Всероссийского научно-методического семинара 3-4 октября 2002 года

ИЗДАТЕЛЬСТВО ТОМСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

Томск – 2002

ОСОБЕННОСТИ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ РЫНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ

Г.А. Тарунина
Томский государственный университет

Одним из слагаемых экономических реформ в России на ближайшую перспективу является создание новой архитектуры рынка фондовых ценностей.

Предстоящие структурные преобразования в экономике России, направленные на решение проблем диверсификации экспорта, выживания российской промышленности в случае вступления в ВТО, устойчивого роста отраслей, работающих на внутренний рынок, потребуют колоссальных ресурсов, которые не в состоянии предоставить ни бюджетные средства, ни внутренние финансовые источники предприятий[1]. Потенциал же роста реального сектора экономики за счет существующих ресурсов практически исчерпан. В этой связи трудно переоценить значение фондового рынка как механизма привлечения инвестиционных ресурсов, как механизма их перераспределения из финансово-избыточных сырьевых секторов экономики в отрасли (компании) с наибольшим потенциалом повышения добавленной стоимости.

Отсюда представляется важным определиться относительно особенностей становления и современного состояния рынка инвестиционных ценных бумаг в России.

Известно, что создание фондового рынка в нашей стране совпало с периодом экономического спада и спросовыми ограничениями. В этих условиях сформировался первичный рынок корпоративных ценных бумаг на базе трансформации отношений собственности. Возникновение полнокровного вторичного и к тому же ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг было невозможно по многим причинам (низкий уровень доходов граждан, неразвитость инфраструктуры фондового рынка, отсутствие культуры инвестирования, спекулятивный характер рынка государственных ценных бумаг, пакетный характер сделок с фондовыми ценностями, где последние рассматривались как средство контроля и титул собственности).

Середина 90-х годов обозначила как положительные, так и отрицательные тенденции в развитии фондового рынка. С одной стороны, увеличилась эмиссионная активность российских компаний и прежде

[1] В настоящее время в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал доля средств от эмиссии акций на российских предприятиях составила: 0,5 % в 2000 году и 0,1 % в 2001-м (См.. *Беленькая О.* Особенности финансирования капиталообразующих инвестиций в России Рынок ценных бумаг. 2002 № 13. С 68).

всего «голубых фишек». С другой стороны, имели место «скупка» компаний за бесценок, псевдоценные бумаги, финансовая пирамида ГКО. Динамичность фондового рынка была прервана финансовым кризисом 1997 года.

В 2002 году фондовый рынок в России восстановил по основным показателям докризисный уровень 1997 года. Обращает на себя внимание вывод на рынок акций предприятий «второго эшелона», не относящихся к традиционному десятку. Увеличился объем рынка корпоративных облигаций, причем за счет тоже достаточно диверсифицированного круга эмитентов, включающих как экспортеров (Газпром, Славнефть), так и предприятия, ориентированные на внутренний рынок (Магнитогорский металлургический комбинат, ВымпелКом, Мосэнерго, Объединенные машиностроительные заводы и т. д.). Наметился выход на публичный рынок облигаций муниципальных образований, не имеющих статуса городов федерального значения. Появилось осознание, и имеют место примеры разработки добротных схем привлечения финансовых ресурсов на открытом рынке акций (РосБизнесКонсалтинг). Многие российские компании показывают хорошую динамику развития вместе с достаточно интересной оценкой их активов.

Вместе с тем перестройка фондового рынка России от «колониальной» модели к инвестиционной (от обслуживания скупки производственной базы и вывоза капитала к его перераспределению, запуску инвестиционного механизма) еще не произошла.

Переход к инвестиционной модели рынка инвестиционных ценных бумаг тормозится «старыми» акционерами, не желающими «размывать» причитающуюся им долю в общем капитале своих компаний. Поэтому привлечение средств путем открытого размещения ценных бумаг, скорее, относится к разряду экзотики, чем к правилу. Чаще дополнительные эмиссии распределяются среди тех же акционеров.

Одним из «больных» вопросов развития российского фондового рынка остается его «непрозрачность». Это касается как эмитентов, так и посредников (банков, брокерских компаний). И если злоупотребления со стороны эмитентов в настоящее время не принимают откровенную форму «мыльных пузырей», «финансовых пирамид», это не значит, что они исчезли вовсе. Применяются более изощренные формы (самовольное изменение реестра, прекращение внесения изменений в реестр, использование конфиденциальной информации и многое другое). Все это не способствует доверию инвесторов к эмитентам. Даже государственные ценные бумаги и по уровню надежности, и по уровню доходности не выполняют роль «тихой гавани» для физических лиц. «Непрозрачность» банков и брокерских компаний бло-

кирует возможность концентрации капитала для механизма слияний и поглощений. Передел собственности в этих целях осуществляется с чисто российской спецификой: через механизм банкротств и скупки акций у миноритарных акционеров, через формирование крупных холдингов, управляемых платежеспособным собственником.

Отсюда остается важной проблема перехода российских предприятий на международные стандарты финансовой отчетности и достижения независимости и адекватности рекомендаций информационно-аналитических агентств, осуществляющих мониторинг экономических индикаторов, фундаментальный анализ отраслей и эмитентов. Это тем более необходимо, так как наметилась тенденция ухода российских эмитентов на иностранные биржи.

Следует заметить, что развитие фондовых бирж в России идет в русле общемировых тенденций. Все биржи и торговые площадки используют электронные торговые системы, идет процесс объединения собственных функций бирж по организации торговли и сопутствующих услуг. Однако действующее законодательство накладывает жесткие ограничения на организационно-правовую форму профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Так, фондовые биржи, клиринговые центры, депозитарии создаются в форме некоммерческого партнерства (МФБ, РТС), закрытого акционерного общества. То есть Россия консервирует отсталые модели организации рынка ценных бумаг, испытывая патологическое недоверие к открытым акционерным обществам. Между тем коммерциализация бирж – ответ на вызов времени: растущую конкуренцию со стороны альтернативных торговых систем. Она требует реализации крупных инвестиционных программ для развития современных технологий торговли, повышения эффективности биржевого управления и контроля. Ни то, ни другое невозможно без изменения организационно-правовой формы бирж в направлении инкорпорирования.

Для функционирования в России полнокровного рынка инвестиционных ценных бумаг особую значимость имеют институциональные инвесторы. Это связано, с одной стороны, с низким уровнем доходов основной части населения России, не позволяющим самостоятельно, без обращения к коллективному инвестору, трансформировать незначительные сбережения в инвестиции. С другой стороны, это инициируется реформой пенсионной системы, когда принимать решения о судьбе накопительной части своего пенсионного вклада придется каждому. В этой связи надлежащее развитие институциональных посредников в лице инвестиционных, пенсионных, взаимных фондов – объективная необходимость. Планируемый Минфином выпуск облигаций на магнитных носителях едва ли решит эту проблему,

так как большинство населения не имеет кредитных карточек и не умеет ими пользоваться. Кроме того, это жестко привязывает инвестора к государственным ценным бумагам, лишая его возможности выбора.

Необходимость соответствовать растущим требованиям инвесторов для хеджирования, диверсифицировать свои продукты, снижать издержки по эксплуатации бирж вызвали к жизни на фондовом рынке России культуру производных ценных бумаг. Однако сегодняшний российский рынок срочных контрактов не отработан ни на законодательном, ни на техническом, ни на психологическом уровне. Он, скорее, напоминает «финансовое казино», хотя среднемесячные обороты по фьючерсным контрактам и опционам уже составляют 10=15 млрд рублей[1].

Известно, что даже среди бирж – членов Федерации – их активность концентрируется преимущественно на традиционных продуктах: акциях и облигациях.

Именно с бурным ростом рынка финансовых деривативов связан как сверхбыстрый рост некоторых стран Юго-Восточной Азии, так и последовавший в конце 1997 года глубокий финансовый кризис в этом регионе. Поддерживая высокие ставки доходности по финансовым деривативам для стимулирования притока иностранного капитала в свою экономику, указанные страны вызвали существенный отрыв в движении фиктивного капитала от процессов в реальном секторе экономики. Доходность последнего не позволила выплачивать огромные проценты по производным ценным бумагам, и рынок «лопнул». Негативные последствия этого регионального кризиса, как известно, стали общемировыми, в том числе сказались и на российской экономике.

Эта ситуация лишний раз иллюстрирует, сколь велико может быть дестабилизирующее влияние на фондовом рынке операций с производными ценными бумагами, как остра и значима проблема регулирования этого рынка со стороны и государственных органов, и саморегулирующих организаций.

Таким образом, чтобы стать «локомотивом» российской экономики, фондовый рынок должен осуществить свое собственное реформирование, не менее значимое, чем реформирование естественных монополий и ВПК. И если с созданием и надлежащей организацией инфраструктуры фондового рынка следует спешить, то в организации торговли производными ценными бумагами не должно быть ни нетерпения, ни торопливости.

---

[1] *Коновалов В.* Кто делает срочный рынок в России. Рынок ценных бумаг. 2002. № 9. С. 19.