

## **ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ В 90-х ГОДАХ XX ВЕКА**

Фондовый рынок в Российской Федерации прошел более сложный и более длительный путь формирования и развития, нежели в странах ЦВЕ<sup>1</sup>. С наибольшей полнотой история становления фондового рынка России изложена в коллективной монографии [1].

Процесс формирования фондового рынка начался еще в последние советские годы. В июле 1990 г. Постановлением Совета Министров СССР № 590 были утверждены Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положение о ценных бумагах. Однако реальная первичная нормативная база развития российского фондового рынка была сформирована принятыми в декабре 1990 г. Законами РСФСР «О собственности в РСФСР», «О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР» и «Положением об акционерных обществах» [1, 109].

Несмотря на несовершенство и даже явно ошибочные нормы этого первого в истории «новой» России правового каркаса нарождающегося рынка ценных бумаг, а может быть и благодаря им, уже в 1990-1991 гг. возникло около 800 центров «свободной»

торговли дефицитными товарными ресурсами, которые без лишней скромности именовали себя биржами. Большинство из них были созданы в форме акционерных обществ, что позволяло им торговать собственными акциями и брокерскими местами, для чего создавались при товарных биржах фондовые отделы. В первой половине 1991 г. был учрежден ряд специализированных фондовых бирж (Московская центральная, Московская международная, Российская фондовая, «Экстра», «Авекс» и др.), однако уже в конце этого года объемы торгов биржевыми акциями упали до нуля [там же, 112-113].

Следующий этап в развитии фондового рынка был связан с первичным рынком акций в массовом порядке создававшихся коммерческих банков. Только в Москве и Московской области в середине 1991 г. их было зарегистрировано свыше 200, из которых акционерными именовались 17 кредитных учреждений с общим уставным фондом 9,6 млрд. руб. Наибольший успех в процессе публичного размещения своих акций был достигнут банком АКИБ НТП, известном под названием АКБ «МЕНАТЕП», который при учредительном капитале 35 млн. руб. увеличил свой уставный фонд до 400 млн. руб.

Успеху банковского рынка акций содействовали впервые осуществленные в российской фондовой практике выплата некоторыми коммерческими банками дивидендов, использование при проведении эмиссий услуг недавно

---

<sup>1</sup> См.: Назарчук М.И. Историко-экономические аспекты формирования фондовых рынков в постсоциалистических странах Центральной и Восточной Европы // Управление экономикой переходного периода: Сб. науч. тр. / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2008. – С. 101-126.

появившихся очень немногочисленных брокерских фирм, подготовка проспектов эмиссий. Еще одной важной новацией в области культуры финансовых инвестиций явилось появление инвестиционных компаний, учредителями которых во многих случаях были биржи. На рубеже 1991-1992 гг. публичные эмиссии объявили Российская инвестиционная компания «РИНАКО», учрежденная Российской товарно-сырьевой биржей, Военно-промышленная инвестиционная компания «ВПИК», Народная нефтяная инвестиционно-промышленная евроазиатская компания «НИПЕК» и др. В размещении акций АО «Нипек» участвовало свыше 100 брокерских фирм от Москвы до Южно-Сахалинска [там же, 114-116].

Важнейшее значение для развития фондового рынка в среднесрочной перспективе имела нормотворческая деятельность Министерства финансов Российской Федерации в конце 1991 – первой половине 1992 г., позволившая рынку обрести легитимные рамки. Новая нормативная база была сформирована утвержденным в конце декабря 1991 г. Постановлением правительства России № 78 «Положением о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», принятым в начале января 1992 г. «Положением о порядке выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям», а также рядом Инструкций Минфина, раскрывавших конкретные аспекты выпуска и первичного обращения ценных бумаг.

Однако эти правовые новации осуществлялись на фоне полномасштабного кризиса сложившейся модели фондового рынка, существенное влияние на который оказывала

общезкономическая ситуация в стране<sup>1</sup>. В результате глубокой депрессии, охватившей рынок, с осени 1992 г. произошло окончательное замещение российских фондовых бирж внебиржевым рынком [там же, 116, 122-123].

С началом ваучерного этапа приватизации, в конце 1992 г., сформировался теневого (нерегулируемый) вторичный рынок приватизационных чеков (ваучеров). Каждый ваучер имел номинальную стоимость 10 тыс. руб. и согласно действовавшим правовым нормам мог быть продан за наличные или обменен на акции приватизируемых предприятий либо ценные бумаги чековых инвестиционных фондов (в отличие от ваучеров в Чехии, которые нельзя было продать). Тем самым ваучер превратился в особый финансовый инструмент, имевший массовый характер, поскольку российские граждане получили 148 млн. ваучеров. Неудивительно, что вплоть до марта-апреля 1994 г. ликвидная часть внебиржевого рынка ценных бумаг была представлена исключительно акциями некоторых банков и приватизационными чеками [2, 62; 1, 123-124].

Однако осенью 1993 г. Министерство финансов России, осуществлявшее регулирование рынка ценных бумаг, приняло решение, разрешающее выпуск предьявительских свидетельств о депонировании акций (СДА) для эмиссий общенационального масштаба, которое не только повлияло на изменение структуры рынка, но и имело, по выражению авторов, «катастрофические последствия», поскольку размещением СДА, наряду с

<sup>1</sup> См.: Назарчук М.И. Особенности рыночных преобразований в экономике Российской Федерации в 90-х годах XX века // Экономика промисловості. – 2009. – № 1. – С. 3-12.

получившей одиозную известность публичной корпорацией «Автомобильный всероссийский альянс» (AVVA), воспользовались будущие «финансовые пирамиды» – такие акционерные компании, как «МММ», «Система-Телемаркет», «Дока-Хлеб», «Хопер-Инвест» и др. Первоначальный ажиотаж на рынке их ценных бумаг кончился известным крахом в конце июля- начале августа 1994 г. Лишь в начале ноября 1994 г. последовала реакция государства – был издан Указ Президента РФ «О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации», согласно которому торговля предьявительскими акциями запрещалась, а для регулирования рынка ценных бумаг учреждалась Федеральная Комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку при правительстве Российской Федерации [1, 127-128, 131-132]. Жертвами рухнувших «финансовых пирамид» стали 30 млн. человек. Учитывая, что в начале 1992 г. лишились своих вкладов в Сбербанке 70 млн. человек, а в августе 1998 г. вкладчики и владельцы ценных бумаг безвозвратно потеряли только от инфляции 18-19 млрд. дол. и еще 5 млрд. дол. «зависло» в коммерческих банках, у населения России надолго было отбито желание доверять свои деньги кому бы то ни было [3, 228].

К весне 1995 г. меры Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ФКЦБ) наряду с продолжавшимся падением инвестиционного интереса к предьявительским, незаконно эмитированным, ценным бумагам привели к вытеснению их из рыночного оборота. Наиболее предсказуемым сегментом российского фондового рынка по-прежнему оставался рынок

банковских акций, однако круг их эмитентов был предельно ограничен [1, 132-133, 135].

В 1996 г. правительство РФ впервые эмитировало еврооблигации в связи с реструктуризацией государственного долга России. В течение 1996-1998 гг. было размещено на международном финансовом рынке несколько выпусков еврооблигаций при соучастии крупнейших российских банков. Еврооблигации выпускали также правительство Москвы, администрации Санкт-Петербурга, Нижнего Новгорода и других регионов [4, 480-482]. Было осуществлено также несколько выпусков муниципальных и региональных облигаций [там же, 485-486]. На международный фондовый рынок начали выходить и российские компании, привлекая капитал через американские депозитарные расписки (АДР). Так, в октябре 1996 г. таким способом воспользовалась крупнейшая компания РАО Газпром, которая выставила на продажу на Нью-Йоркской фондовой бирже 9% своих акций [там же, 512].

В ответ на кризис неплатежей и политику низкой монетизации возник уникальный сегмент фондового рынка – объемный вексельный рынок, который начал наполнять оборот суррогатами денег, становясь при этом прототипом рынка коммерческих бумаг или секьютиризованного краткосрочного долга реального сектора. Балансовая оценка непогашенных векселей составила 11,8 млрд. руб. в 1996 г., 17,4 млрд. руб. – в 1997 и 6,4 млрд. руб. – в 1998 г. [5, 57].

Переход от чековой к денежной приватизации сопровождался ростом интереса к акциям приватизированных промышленных предприятий и возрождением биржевого рынка ценных бумаг.

В результате проведенной в 1992-1994 гг. массовой приватизации крупных предприятий в короткие сроки было зарегистрировано 32 тыс. новых акционерных обществ, значительная часть которых вышла на рынок в 1993 г. В период 1993-1994 гг. резко возросла и эмиссионная активность государства: объем размещенных государственных краткосрочных облигаций (ГКО) увеличился в 1994 г. почти в 80 раз по сравнению с 1993 г. Кроме того, активизировалась деятельность инвестиционных компаний по привлечению средств населения путем выпуска соответствующих финансовых инструментов, а также существенно увеличились инвестиции в российские ценные бумаги крупных иностранных инвесторов [4, 410-411].

Все это привело к быстрому и значительному росту фондового рынка и, соответственно, количества институциональных его участников, прежде всего фондовых бирж. Если в 1994 г. их насчитывалось 65, включая фондовые отделы товарных бирж, то в 1996 г. их количество достигло 74. В основном они были сконцентрированы в европейской части России (51) и особенно в центральном экономическом районе (16), в том числе 13 – в Москве. После финансового кризиса 1998 г. их количество резко сократилось, до 14 в 1999 и до 12 в 2001 г. [6, 35, 37]. В октябре 1994 г. было зарегистрировано 2700 инвестиционных институтов – финансовых брокеров, инвестиционных консультантов и инвестиционных компаний (за год их количество увеличилось в 2,7 раза), более 3000 страховых компаний (в 30 раз больше по сравнению с октябрём 1993 г.), создано на волне приватизации более 660 инвестиционных фондов, абсолютное большинство которых прекратили существование с конца 1990-х годов.

В предкризисный период, в 1995-1998 г. в России сложилась современная инфраструктура фондового рынка, ведущую роль в которой играют две фондовые биржи – Московская межбанковская валютная (ММВБ) и Российская торговая система (РТС), прообразом для которой явилась американская NASDAQ, как национальные системы со связанной с ними депозитарной и расчетно-клиринговой инфраструктурой [5, 56-57]. Обе эти биржи являются по сути двумя инфраструктурными холдингами, в состав которых входят торговые, клиринговые, депозитарные и расчетные организации. При этом РТС объединяет рынки Москвы и Санкт-Петербурга, а рынок ММВБ распространяется на территорию всей страны через систему региональных бирж. При этом ММВБ является безусловным лидером по масштабам диверсификации бизнеса, клиентской базы и объемов торгов [7, 23].

ММВБ была учреждена в январе 1992 г. ведущими коммерческими банками Российской Федерации, а также Банком России (доля которого в уставном капитале составила 28% и была снижена до 20% в 2005 г. в связи с поправками к Закону «О рынке ценных бумаг» [8]), правительством Москвы и Ассоциацией российских банков в форме акционерного общества закрытого типа (АОЗТ). Ее основной задачей была организация торгов иностранными валютами. Как отмечалось в предисловии к интервью с президентом ЗАО ММВБ А. Потемкиным в связи с 15-летием биржи, «главное, что удалось ММВБ за прошедшее время – стать центром формирования валютного курса российского рубля и привлечения инвестиций в экономику страны. За эти годы была построена развитая инфраструктура национального рынка капитала с использованием передовых

биржевых и информационных технологий, а сама ММВБ трансформировалась в вертикально интегрированный холдинг (группу ММВБ). В настоящее время по совокупному торговому обороту ММВБ является крупнейшей биржей в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе. Рост объема биржевых сделок, и прежде всего по корпоративным ценным бумагам, позволил Фондовой бирже ММВБ войти в двадцатку ведущих фондовых бирж» [9, 56]. Сопоставляя эти достижения с опытом создания, становления и развития Варшавской фондовой биржи, нельзя не отметить несомненно важное значение, которое имело непосредственное участие государства в уставном капитале Московской межбанковской валютной биржи для ее становления, развития и завоевания ею лидирующих позиций на фондовом рынке России и среди фондовых рынков стран СНГ и ЦВЕ.

Прежде всего этот факт проявляется при сопоставлении особенностей создания и некоторых показателей деятельности ММВБ и фондовой биржи РТС.

ММВБ начала свою деятельность с организации в 1992 г. валютных аукционов, а с 1993 г. – рынка государственных краткосрочных облигаций (ГКО), который был основан на зарубежных аналогах и не уступал им в системе организации и в информационных технологиях [5, 56]. При этом, как отмечается в работе [7, 22], «именно государственный заказ сыграл определяющую роль в истории развития ММВБ... благодаря реализации проекта организации торгов ГКО... ММВБ заняла монопольное положение на отечественном рынке госбумаг и уже в 1996 г. стала третьей по объему торгов гособлигациями среди бирж мира».

В отличие от ММВБ фондовая биржа РТС была учреждена в середине 1995 г. в форме некоммерческого партнерства группой классических брокерских компаний в целях объединения разрозненных региональных рынков в единый организованный рынок ценных бумаг России. Как отмечает Я. Миркин, это был международный проект, запущенный в 1993-1994 гг. [10, 56]. В июле 1995 г. начал работу так называемый «классический» рынок РТС, на котором участники электронных торгов, обладавшие соответствующими клиентскими терминалами, могли выставлять котировки по российским акциям и по телефону договариваться о заключении и исполнении сделки. Официальный индикатор биржи, индекс РТС, впервые был рассчитан 1 сентября 1995 г. и является до сих пор основным показателем развития российского фондового рынка [11, 7]. В 2001 г. была запущена система индикативных котировок акций RTS-Board и срочный рынок фьючерсов и опционов Forts, а в 2004 г. начал функционировать биржевой рынок, на котором торги акциями, облигациями и инвестиционными паями осуществлялись на принципах анонимного аукциона заявок и «поставки против платежа» (ППП).

В 1997 г. активной участницей организованного фондового рынка России стала ММВБ, вступив в конкурентную борьбу с РТС.

Вплоть до 1999 г. РТС лидировала по объемам торгов на фондовом рынке, многократно опережая по этому показателю ММВБ, а затем со значительным отрывом ей уступила, несмотря на сохранившийся перевес на срочном рынке. О громадной и все более увеличивающейся дистанции между этими двумя биржами свидетельствует

сопоставление показателей совокупного биржевого оборота каждой из них (табл. 1).

Уже в 2001 г. ММВБ вместе со своими 7 региональными валютно-фондовыми площадками сосредоточила более 80% объемов торгов по акциям и около 100% – по облигациям. На долю РТС пришлось от 10 до 15% рынка акций, рыночный сегмент столичной Московской фондовой биржи составил всего от 1 до 3%. Оставшаяся часть этого рынка (1-2%) приходилась на долю 5 региональных фондовых бирж в Казани,

Екатеринбурге, Новосибирске и других крупных промышленных центрах.

Такая сверхконцентрация фондовых институтов и в целом финансового рынка в Москве в ущерб финансовой самостоятельности регионов не является оптимальной с точки зрения развития последних, хотя, безусловно, процессы управления и консолидации организаторов торговли являются, по мнению известного российского фондового специалиста Я.М. Миркина, необходимыми и неизбежными [6, 35-38].

Таблица 1. Динамика объемов торгов ММВБ и РТС на фондовом и срочном рынке в период с 1992 по 2005 г. (млрд. дол. США) [7, 23]

Год	ММВБ		Фондовый рынок		Срочный рынок		Всего, фондовый и срочный рынок		Всего, все рынки	
	валютный рынок	рынок гособлигаций	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС	ММВБ	РТС
1992	2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1993	13,0	0,3	-	-	-	-	-	-	-	-
1994	24,4	12,3	-	-	-	-	-	-	-	-
1995	24,8	58,4	-	0,2	-	-	-	0,2	-	0,2
1996	5,7	216,9	-	3,5	0,4	-	0,4	3,5	0,4	3,5
1997	6,3	239,6	1,8	15,7	6,1	-	7,9	15,7	7,9	15,7
1998	38,4	81,9	2,5	9,3	4,5	-	7,0	9,3	7,0	9,3
1999	68,7	4,4	3,6	2,4	-	-	3,6	2,4	3,6	2,4
2000	124,8	7,1	18,0	5,8	-	-	18,0	5,8	18,0	5,8
2001	72,3	6,9	26,6	4,5	0,1	-	26,7	4,5	26,7	4,5
2002	64,7	8,2	44,1	6,5	0,4	3,0	44,5	9,5	44,5	9,5
2003	145,6	36,1	99,1	13,3	0,1	7,0	99,2	20,3	99,2	20,3
2004	350,0	46,8	151,2	26,1	0,5	11,7	151,7	37,8	151,7	37,8
2005	592,0	101,0	225,6	38,3	6,5	24,1	232,1	62,4	232,1	62,4

Динамика объемов продаж ценных бумаг на ММВБ и РТС в последнее десятилетие XX века показывает, что пик активности этих организаторов торговли приходится на 1996-1997 гг., когда впервые, хотя и кратковременно, спад сменился экономическим ростом (см. табл. 1). Среди корпоративных ценных бумаг, котировавшихся в 1997 г. на

ММВБ, акции составили 79,4%, а облигации – 20,6% от общей суммы торгов этими бумагами. Но подавляющая часть торгового оборота биржи приходилась на сделки с ГКО – свыше 85% [12, 355]. В отличие от ММВБ торговый оборот РТС формировался преимущественно за счет акций.

Необходимо отметить, что в период до кризиса 1998 г. более 30% вложений в ГКО через ММВБ и более 90% оборотов РТС формировали глобальные инвесторы-нерезиденты. Именно они, в массовом порядке выйдя из ГКО после Азиатского кризиса 1997 г. и покинув рынок акций в начале следующего года, спровоцировали дефолт государственного долга и обвал фондового рынка в середине 1998 г. [5, 57].

В декабре 1997 г. рыночная капитализация акций в РТС выросла по сравнению с декабрем 1996 г. в 2 раза, составив свыше 70 млрд. дол. при среднегодовом объеме торгов ими 1,2 млрд. дол. В декабре 1998 г., после дефолта, эти показатели снизились в среднем соответственно до 15 млрд. и 43 млн. дол. Претерпел соответствующие изменения и индекс РТС, который вырос с отметки 200,5 в 1996 г. до 396,8 в 1997 г., а затем снизился до отметки 58,9 в декабре 1998 г. [13, 298].

На рубеже 2000 г. экономический спад сменился подъемом. ВВП России вырос на 8,3%, объем промышленного производства – на 11,9% к предыдущему году. В два последующих года прирост ВВП составил 5,3 и 3,6% соответственно, прирост объемов производства – 5,2 и 3,0% [14, 31].

На фоне экономического роста происходил рост фондового рынка. Так, оборот организованного рынка по сделкам с акциями внутри страны вырос с 2,86 млрд. дол. в 1996 г. до 6,46 млрд. дол. в 2000 г. По данным российской ассоциации НАУФОР, общий торговый оборот профессиональных участников

рынка увеличился с 19,3 млрд. дол. в 1999 г. до 74,6 млрд. дол. в 2001 г., в том числе акций – с 11,3 до 48,8 млрд. дол., облигаций – с 1,9 до 3,3 млрд. дол. США. Капитализация рынка акций в 2000 г. составила 49 млрд. дол., или около 25% от ВВП против 11% в 1999 г. [15, 112]. Суммарный оборот наиболее ликвидных акций на трех московских организаторах торговли достиг в 2000 г. 23,9 млрд. дол., причем на долю ММВБ пришлось 72%, на долю РТС – 25%, на долю Московской фондовой биржи (МФБ) – всего лишь 3% всего их совокупного оборота. При этом на внебиржевом рынке заключалось 62% всех сделок, а внебиржевая торговля восстанавливалась после кризиса 1998 г. опережающими темпами по сравнению с биржевой [16, 64].

В целом в листинге организаторов торговли находились акции до 40 эмитентов. Более 90% оборота организованного рынка акций формируется 7-10 эмитентами, причем 71% приходится на долю лишь одного из них – РАО «ЕЭС России» [17, 66-67].

Рост объемов торгов сопровождался ростом цен на акции. Так, индекс РТС увеличился с января 2000 по январь 2002 г. более чем в 1,5 раза. На фоне падения ведущих фондовых индексов США, других стран Запада и Японии эксперты прогнозируют рост индекса РТС еще на 30-60%.

Общее представление о количественном и качественном росте рынка акций в России на протяжении второй половины 1990-х годов дает табл. 2.

*Таблица 2. Динамика показателей развития рынка акций в Российской Федерации в 1995-2000 гг.*

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Оборот торговли акциями, млн. дол.	465	2958	16362	6805	5900	23700
Капитализация рынка акций, млн. дол. (на конец года)	15863	37230	128207	20598	50000	41000
Торговый оборот рынка акций, в %	-	11,1	24,4	11,3	5,9	36,9

от капитализации							
Капитализация рынка акций, в % к ВВП		5,2	10,4	32,8	16,9	41,2	15,3
Количество национальных компаний, чьи акции торговались на фондовых биржах		170	73	208	23,7	207	249
Фондовый индекс РТС	Абсолютное значение	82,92	198,97	396,86	58,93	177,71	143,29
	Изменение, в % за год	-	139,95	99,46	-85,15	201,56	-19,4

Таблица составлена по данным работ [18, 787, 792, 807, 812, 818; 19].

Рынок российских акций по большинству количественных показателей превосходил аналогичные рынки Польши, Чехии и Венгрии уже в 1997 г., а после дефолта 1998 г. утратил свои позиции, восстановив их лишь в 2000 г. При этом по таким важным качественным показателям, как отношение торгового оборота к капитализации и капитализации к ВВП, он по большей части значительно уступал указанным выше странам ЦВЕ. Что же касается динамики фондового индекса РТС, то она отличалась, как и динамика фондовых индексов стран Вишеградской группы, крайней нестабильностью, отражая негативные вопросы в экономике России в этот период.

Серьезной проблемой российского рынка акций, так же как и Восточно-европейских стран и стран Балтии, являлась низкая ликвидность биржевого рынка, незаинтересованность стратегических инвесторов в повышении ликвидности акций приобретенных ими предприятий и их вывода на вторичные рынки ценных бумаг [20, 60]. В этой связи некоторые исследователи даже предупреждали о нежелательности проявления излишней поспешности при организации фондовых бирж в России. Так, Б.И. Алехин писал по этому поводу в 1991 г.: «Нет лучшего способа скомпрометировать идею, чем открыть биржу завтра. Биржа – это прежде всего

ликвидность, а ликвидность накапливается десятилетиями... Биржа должна естественно вырасти из «уличного» рынка, стать «венцом» развития брокерского бизнеса, умножения выпусков акций, взрывания массы других факторов. В противном случае это будет неликвидная биржа с низкой оперативной и ценовой эффективностью, а значит, с частыми скандалами и плохой репутацией» [21, 17-18].

Спустя более 10 лет после этого высказывания, нестабильность и низкая ликвидность фондовых рынков Восточной Европы и России, серьезная зависимость от иностранных инвесторов, спекулятивный характер инвестиций в экономику указанных стран так же, как и стран Балтии, отмечались в работе, посвященной перспективам этих рынков [22, 61-62].

Другой проблемой этих фондовых рынков оставалась слабая связь с реальным сектором экономики. В целом, характеризуя итоги приватизации и ее влияние на фондовый рынок России, В. Андрефф писал в 2004 г.: «Приватизация «под столом» прямо противоречит принципам рыночного перераспределения прав собственности по Коузу. Неудивительно, что фондовый рынок остался недоразвитым и превратился в дополнительный механизм изменения конфигурации корпоративного контроля вместо того,



чтобы быть основным источником финансирования инвестиций. Он бурно развивался в 1994 г., однако это развитие резко остановилось в 1995 г. В 2000 г. число компаний, чьи акции котировались на российском рынке, было меньше, чем на биржах Братиславы, Бухареста и Варшавы. Дистанция между 18000 компаний, чьи акции могут потенциально котироваться, и теми 245 компаниями, чьими акциями торгуют в системе РТС в Москве и Санкт-Петербурге, поистине огромна» [2, 77].

Наряду с акциями значительную долю рынка составляют корпоративные облигации. Так, по данным Н.Берзона, за 1999-2000 гг. и первую половину 2001 г. компании осуществили более 50 выпусков облигаций на сумму около 2 млрд. дол. [15, 110]. Соответственно, объемы их рынка выросли с 455 млн. дол. в 1999 г. до 2230 млн. дол. в 2001 г. Ожидалось, что в 2002-2003 гг. рынок корпоративных облигаций может достигнуть 4,5 млрд. дол., или 1,5% ВВП России. Еще более широкие перспективы открывались в связи с развитием рынка облигаций муниципальных и региональных займов. Если его объем оценивался в 8 млрд. руб. по номиналу в конце 2000 г., то уже к концу 2001 г. он достиг 13-15 млрд. руб. Среди наиболее крупных эмитентов отмечается, наряду с Москвой и Санкт-Петербургом, также Башкортостан [22, 65-66].

#### *Выводы*

Формирование фондового рынка в процессе рыночной трансформации экономики в Российской Федерации имеет ряд общих и частных особенностей по сравнению с ведущими капиталистическими странами Запада.

1. В отличие от ведущих стран Запада возрождаемый рынок формировался в условиях несложившегося капиталистического уклада, который «внедрялся» административным путем, «сверху»,

самим государством. Формирование рынка происходило не в период роста экономики, а наоборот, – ее глубокого падения, сопровождающегося деструкцией товарно-денежных отношений. Возникновение фондового рынка диктовалось не непосредственными созидательными потребностями экономики, а было связано с процессами преобразования форм собственности – из государственной в частную путем приватизации государственных предприятий. При этом, если в странах ЦВЕ задачи приватизации и акционирования предприятий более или менее успешно решались в комплексе с развитием фондового рынка, становления его институциональной инфраструктуры, то в России эти процессы были сложными и подчинены сугубо политическим целям, что приводило неоднократно к крайне негативным явлениям в экономике и отражалось на развитии фондового рынка.

2. В отличие от эпохи классического капитализма акционерная форма собственности в пореформенный период, как правило, не являлась инструментом привлечения капитала в приватизированные предприятия и не оказывала мощного воздействия на развитие фондового рынка, прежде всего, вторичного рынка акций. В ходе приватизации в Российской Федерации произошла массовая декапитализация промышленных предприятий и дисфункция акционерной собственности, что негативно повлияло на состояние фондового рынка.

3. В Российской Федерации становление фондовых бирж не было связано с развитием акционерных обществ и их эмиссионной деятельностью, с необходимостью мобилизации и концентрации капитала

для расширения действующих и создания новых предприятий.

Важнейшее значение для становления и развития фондовых бирж имело непосредственное участие государства в их уставном капитале и стимулировании их деятельности. Об этом свидетельствует опыт не только Варшавской фондовой биржи, но и Московской межбанковской валютной биржи, уже к началу XXI века занявших лидирующие позиции среди стран ЦВЕ и СНГ. В Российской Федерации доля биржевого рынка составила в 2000 г. около 40% от общего объема сделок с ценными бумагами. На биржевом рынке доминировали два инфраструктурных холдинга – ММВБ и РТС, в состав которых входили торговые, клиринговые, депозитарные организации, охватывающие в совокупности всю территорию страны.

4. В Российской Федерации вначале получил развитие биржевой рынок государственных долговых ценных бумаг, а в начале XXI века он уже включал полноценные сегменты корпоративных ценных бумаг и срочного рынка. Торговые системы ведущих фондовых бирж позволяли осуществлять сделки в режимах выставления котировок, в том числе индикативных, и анонимного аукциона заявок с реализацией принципа «Поставка против платежа». Однако количество компаний, чьи акции торговались на фондовых биржах России, было несоразмерно малым по сравнению с общим количеством зарегистрированных акционерных обществ.

5. В течение 90-х годов процесс формирования фондовых рынков в странах ЦВЕ и в Российской Федерации сопровождался более или менее постоянным совершенствованием законодательно-правовой базы, усилением органов государственного

регулирования рынка и повышения эффективности их деятельности.

### Литература

1. Фондовые рынки США и России. Становление и регулирование. – М.: Экономика, 1998. – 222с.

2. Андрефф В. Российская приватизация: подходы и последствия / В. Андрефф // Вопросы экономики. – 2004. – № 6. – С. 57-78.

3. Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок: В 2-х т. Том 1 / В.В. Булатов. – М.: Наука, 2004. – 353 с.

4. Баринов Э.А. Рынки: валютные и ценных бумаг / Э.А. Баринов, О.В. Хмыз. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.

5. Миркин Я. Российский рынок ценных бумаг: Риски, рост, значимость / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 23. – С. 56-62.

6. Миркин Я. Институциональное и региональное измерение рынка / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 10. – С.33-38.

7. Демчук О. Эволюция и тенденции российского биржевого рынка / О. Демчук // Биржевое обозрение. – 2006. – № 2. – С. 21-23.

8. ФСФР благословила фондовые биржи ММВБ и РТС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.businesspress.ru/newspaper/articlemid40aid315725.tmi>.

9. ММВБ-15 лет: Помнить прошлое, жить настоящим, думать о будущем: интервью с президентом ЗАО ММВБ А. Потемкиным // Биржевое обозрение. – 2007. – № 2. – С. 6-9.

10. Миркин Я. Российский рынок ценных бумаг: Риски, рост, значимость / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 23. – С. 56-62.

11. Капустин С. Российский фондовый фронт / С. Капустин // Деловая Украина. – 2003. – 7 февр. (№ 7).

12. Поважный А.С. Ценные бумаги и фондовый рынок: учеб. пособие / А.С. Поважный. – Донецк: Лебедь, 2000. – 627 с.

13. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие для вузов. – Ростов н/Д.: Феникс, 2000. – 352 с.

14. Цифер К. Стратегический обзор рынка / К. Цифер // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 11. – С. 29-38.

15. Берзон Н. Формирование инвестиционного климата в экономике / Н. Берзон // Вопросы экономики. – 2001. – № 7. – С. 104-116.

16. Важнейшие показатели деятельности брокеров и дилеров в 1998-2001 гг.: По материалам исследования НАУФОР «Брокеры и дилеры фондового рынка в 2002 г.» // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 20. – С. 63-64.

17. Финасов О.Ю. Динамика фондового рынка: Факторный анализ / О.Ю. Финасов // Финансы. – 2002. – № 1. – С. 65-67.

18. Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: учеб. пособие для

вузов / Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

19. European Bank of Reconstruction and Development. Annual report 1991-2007. Structural Change indicators [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm>.

20. Мицкевич В. Фондовые рынки стран Восточной Европы: опыт, полезный для России / В. Мицкевич, К. Бабанова // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 13. – С. 60-62.

21. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции / Б.И. Алехин. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 160с.

22. Бондарь Т. Рынок субфедеральных облигаций: вторая попытка / Т. Бондарь // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 9. – С. 65-69.