

УДК 336.7(470+571)(075.8)

Малахова Т.А.

*Российская академия народного хозяйства и госслужбы при Президенте РФ
(г. Москва)*

РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ В ПОВЫШЕНИИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОТЕНЦИАЛА ЭКОНОМИКИ

T. Malakhova

Russian Academy of National Economy and Public Service (Moscow)

THE ROLE OF FINANCIAL MARKETS IN ENHANCING THE INVESTMENT POTENTIAL OF ECONOMY

Аннотация. В статье представлены особенности развития фондового рынка в России, выявлены основные проблемы, особенности финансового и налогового регулирования, тенденции институционального развития рынка ценных бумаг, роль инвесторов в развитии отраслевой экономики. Показаны финансовые инструменты фондового рынка, их конверсия и трансформация в области кругооборота денежного капитала в фиктивный, а затем в реальные активы предприятия. Представлены изменения в законодательстве по контролю за инсайдерской информацией и ее регулированию.

Ключевые слова: финансовый рынок, государственное регулирование инвестиционной деятельности, функции рынка ценных бумаг, прямые и портфельные инвестиции, налогообложение доходности ценных бумаг.

Abstract. This article is concerned with the development of the Russian stock market and identifies its major problems, such as the financial and fiscal management, trends in the institutional development of the securities market, the role of investors in the development of industrial economy. The financial instruments of stock market have been revealed, their conversion and transformation in the flow of money capital to fictitious and then real assets of the company. The changes have been shown in legislation on controlling insider information and its management.

Key words: financial market, state regulation of investment activity, the functions of securities market, direct and portfolio investment, taxation of income securities.

Инвестиционный процесс в государстве зависит от формирования необходимого объема денежных средств (сбережений), и его эффективность определяется уровнем и конкурентоспособностью создания реальных активов в форме производственных зданий, сооружений, оборудования, инновационных технологий, объектов имущественной и социальной инфраструктуры. Роль финансовых рынков в данных процессах являются определяющей, и особую актуальность она имеет после кризиса 2008 г. Проводимые исследования причин этого кризиса приводят к выводу, что во многих государствах вложения в ценные бумаги приобретают спекулятивный характер для определенных организаций и не приводят к созданию реальных активов, ряд банков и частных инвесторов при этом оказались в громадных убытках после размещения реальных денежных средств в финансовые инструменты. В России эти процессы также сопровождались негативными последствиями для многих компаний и инвесторов и снижением капитализации. В настоящее время развивающийся отечественный фондовый рынок переживает институциональное реформирование, что спо-

способствует его интеграции в международные финансовые рынки и вхождению в крупнейшие мировые фондовые площадки, при этом происходит модернизация финансовых, законодательных и налоговых механизмов государственного регулирования данных операций. Данные процессы особенно усиливаются общей неблагоприятностью инвестиционного климата в России, негативных процессам по оттоку капитала за рубеж, что вероятно связано со слабой защитой прав инвесторов, несовершенством налоговой политики и финансовой политики в регулировании [1, с. 46].

В соответствии с Федеральным законом от 25 февраля 1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» участниками инвестиционной деятельности являются инвесторы, заказчики, подрядчики, пользователи объектов инвестиционной деятельности, другие лица. По законодательству ими могут быть хозяйствующие субъекты, банковские и небанковские финансово-кредитные институты, посреднические организации, инвестиционные биржи, граждане Российской Федерации, иностранные юридические и физические лица, государства и международные организации. Инвесторами могут также являться вкладчики, покупатели, заказчики, кредиторы, им предоставлен самостоятельный выбор объектов инвестирования, возможность определять направления, объемы и эффективность инвестиций, контролировать их целевое использование. Являясь собственниками инвестиционных ресурсов, они имеют право владеть, распоряжаться и пользоваться объектами и результатами инвестиционной деятельности, осуществлять их реинвестирование. Ввиду широкого понятия в классификации инвестиций, в зависимости от инструментов и механизмов регулирования данных процессов выделяют финансовые инвестиции, прямые и портфельные инвестиции. Как правило, портфельные инвестиции являются вложениями в приобретение принадлежащих различным эмитентам цен-

ных бумаг, фондовых активов. Прямые инвестиции, представляют собой вложения, направленные на установление непосредственного контроля и управления объектом инвестирования, которые осуществляются не только в реальные экономические активы, но и в финансовые инструменты. Ввиду общерыночных функций рынка ценных бумаг: *коммерческой, оценочной (измерительная, ценностная), информационной, регулирующей, перераспределительной, защитной (антирисковая)* и др., а также существования конверсионных механизмов инструментов инвестирования возникают различные формы управления объектом инвестирования, которые достигаются через приобретение контрольного пакета акций предприятия и владение прочими правами управления объектами. Роль портфельных инвестиций в основном ориентирована на краткосрочное получение текущего дохода [2, с. 32-45].

В современных условиях развитие международного финансового рынка связано с изменением подхода к регулированию инвестиционной деятельности, что обусловлено возросшим значением рынка ценных бумаг и трансформацией этого механизма по размещению реального капитала в фиктивный. В его рамках инвестиции определяются как вложения в ценные бумаги с целью развития инновационных отраслей экономики и создание интеллектуального капитала [3, с. 28]. Следует отметить, что развитие рыночных отношений связано с ростом многообразия объектов инвестирования, в состав которых входят различные виды как реальных активов, так и финансовых инструментов. При этом многие экономисты отмечают, что «в примитивных экономиках основная часть инвестиций относится к реальным, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена ценными бумагами». Возможно, это определяется основами законодательного регулирования, так например, в Федеральном законе №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» ценная бумага представляет собой особого рода юридический документ, который фиксирует права его владельца или

обязательства выдавшего его лица на определенное количество денег или вещей (имущества), она представляет собой права владельца этой ценной бумаги на закрепленное за ней имущество. Следовательно, стоимость ценной бумаги определяется стоимостью имущества, прав, которые она предоставляет, в текущих рыночных условиях.

Обычно публичное размещение ценных бумаг осуществляется путем открытой подписки на фондовых биржах, но в отечественном законодательстве существуют особые условия для квалифицированных инвесторов, и для них может не проводиться публичное размещение ценных бумаг (в ред. Федерального закона от 28.04.2009 № 74-ФЗ). К квалифицированным инвесторам относятся: брокеры, дилеры и управляющие; кредитные организации; акционерные инвестиционные фонды; управляющие компании инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов; страховые организации; негосударственные пенсионные фонды; Банк России; государственная корпорация «Банк развития и внешнеэкономической деятельности (Внешэкономбанк)»; Агентство по страхованию вкладов; государственная корпорация «Российская корпорация нанотехнологий»; различные международные финансовые организации. Планируется, что в среднем на 90% дефицит российского бюджета на 2012-2014 гг. будет покрываться за счет государственных внутренних заимствований, которые составят в 2012 г. – 1 592 млрд.руб., в 2013 г. – 1 601,7 млрд.руб., в 2014 г. – 1 626,1 млрд.руб. [6].

Введение в российское законодательство государственного контроля за выдачей информации и применение санкций за распространение ложной информации на рынке ценных бумаг закрепил закон № 224-ФЗ от 27.07.2010 г. «О противодействии неправомерного использования инсайдерской информации и манипулировании рынком». Новизна этого закона заключается в том, что в нем дается определение понятия «инсайдерская информация», вводится правовой

режим ее использования. Под инсайдерской информацией понимаются точные и конкретные сведения, которые не были раскрыты, распространены или предоставлены, в том числе составляющие коммерческую, служебную и другую тайну, доступ к которой имеет определенный круг лиц (инсайдеры), и раскрытие, распространение или предоставление этих сведений может оказать существенное воздействие на цены финансовых инструментов или товаров. Закон определяет круг инсайдеров и устанавливает запрет на использование инсайдерской информации при совершении сделок. Предполагается, что участники рынка ценных бумаг будут вести списки инсайдеров и осуществлять меры по выявлению и предотвращению незаконного использования информации. Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) наделяется новыми полномочиями по выявлению и предотвращению правонарушений, связанных с использованием инсайдерской информации. К манипулированию рынком Закон относит ряд действий, к числу которых, в частности, относится распространение через СМИ (в том числе электронные), информационно-телекоммуникационные сети общего пользования (включая Интернет), любым иным способом ложных сведений, способных оказать влияние на цену, спрос или предложение финансового инструмента или товара, либо объем торгов. Противодействие проведению сделок с использованием инсайдерской информации пока не находит в российской практике прецедентов. Достижение этого результата позволит повысить уровень доверия потенциальных инвесторов к рынку ценных бумаг и нормализовать механизмы ценообразования на ценные бумаги.

Исходя из приведенных данных по отраслевой сегментации российских размещений акций в 2006-2011 гг., аналитиками сделаны выводы, что большая часть размещений акций российских компаний в стоимостном исчислении происходит на зарубежных площадках. Основная используемая площадка – английская LSE. Причин этому может быть

несколько. Во-первых, зарубежные инвесторы (ранее это были в основном западные инвесторы, но в последние годы все более весомую роль играют и восточные страны) обладают объемными ресурсами, которые они готовы вкладывать в развивающиеся рынки, коим является и российский. Во-вторых, многие российские компании имеют сложную и зачастую непрозрачную иерархическую структуру, руководящий элемент которой находится вне России. В качестве примера можно указать компанию Яндекс. Таким образом, компаниям, как минимум с юридической точки зрения, проще привлечь деньги за границей. В-третьих, инфраструктура таких крупных площадок, как LSE или американские NYSE и NASDAQ, на порядок выше отечественных с точки зрения работы с ними как эмитентов, так и инвесторов. Таким образом, данные размещения непосредственно не оказывают влияния на объемы российского рынка акций. Однако часть вырученных средств все равно появляется на отечественном рынке акций, когда компании используют вырученные средства для совершения сделок слияния и поглощения.

Проблемы низкой заинтересованности инвесторов в развитии российских отраслей экономики надо видеть в недостаточно проработанной нормативно-законодательной базе: существуют различные условия размещения акций (для госкорпораций и остальных эмитентов), государство слабо контролирует прозрачность структуры владения акциями российских компаний и доступность этой информации для всех инвесторов, как основных, так и миноритарных. Регулирование фондового рынка в области открытости информации торгов и финансового положения эмитентов не находится в настоящее время на должном уровне, что снижает уровень доверия потенциальных инвесторов к российскому рынку ценных бумаг. Решение данной проблемы видится в регулировании перекрестного владения акциями, то есть владения акциями компании со стороны его дочерних обществ, при этом какая-либо специальная регламентация правоотношений, возникаю-

щих в связи с владением данными акциями, в российском законодательстве отсутствует, как и сам термин «перекрестное владение». Так, в настоящее время Федеральный закон «Об акционерных обществах» содержит ряд ограничений на приобретение обществом собственных акций, где ограничивается максимальный пакет собственных акций, которое общество может приобретать по своей инициативе без немедленного погашения (не более 10% от общего количества размещенных акций), причем решение об этом может принимать только общее собрание или совет директоров, но не менеджмент общества. Во-вторых, ограничивается срок, в течение которого собственные акции могут находиться на балансе общества (не свыше одного года, после чего они должны быть перепроданы или погашены). В-третьих, применительно к акциям, приобретенным обществом, ограничивается осуществление некоторых прав акционера: они не участвуют в голосовании на собрании акционеров, и по ним не начисляются дивиденды. Отсутствие законодательно закрепленных контролирующих процедур государством в ряде случаев позволяет менеджерам компаний осуществлять фактический контроль над акционерным капиталом других компаний, формально не нарушая требования закона «Об акционерных обществах». Противодействие проведению сделок с использованием инсайдерской информации пока не находит в российской практике прецедентов. Практическое применение данного законодательства позволит повысить уровень доверия потенциальных инвесторов к рынку ценных бумаг и нормализовать механизмы ценообразования на ценные бумаги.

Значительным фактором влияния на развитие российского фондового рынка оказывается государственное финансирование отдельных отраслей и банков, как например господдержка ВТБ, Сбербанку, автопроизводителям, госкорпорациям позволили данным компаниям активно увеличивать стоимость акций и участвовать на международных фондовых площадках. Безусловно, данные меры необходимы, особенно в тех

отраслях, где имеется зависимость страны от импорта. Финансирование сельского хозяйства через Россельхозбанк позволило развиваться производителям сельхозпродукции, а также производству минеральных удобрений. Например, компания по производству минудобрений «Еврохим» отчиталась о своих высоких финансовых результатах за прошедший год, она сумела значительно улучшить свои предыдущие достижения: выручка составила 131,3 млрд рублей, что на 34,25% больше аналогичного показателя за 2010 г. EBITDA выросла до 49,7 млрд. рублей (на 66,2%). Стоит отметить очень высокие показатели рентабельности, так, по EBITDA они составили 37,8%, по чистой прибыли – 24,4%, что в обоих случаях существенно выше соответствующих значений, достигнутых в 2010 г. Однако если обратить внимание на производственные результаты, то увиденная картина будет уже не столь привлекательной. Дело в том, что объем продаж азотного сегмента по результатам 2011 г. остался практически на том же уровне, составив 5647 тыс. т, снизившись на 0,42%. Продажи в фосфорном сегменте выросли лишь на 1,01%, до 2106 тыс. т. Данная ситуация объясняется улучшением в работе самой компании: например, были значительно (на 32%, до 919 тыс. т) увеличены продажи гранулированного карбамида, отличающегося повышенной добавленной стоимостью; улучшением рыночной конъюнктуры, ростом спроса и цен на сельхозпродукцию. И, даже несмотря на спад во второй половине года, средние цены оказались существенно выше средних за 2010 г. Так, цены на карбамид выросли на 48% по отношению к уровню 2010 г., достигнув отметки в \$425 за тонну. Цены на азотно-фосфорные удобрения ДАФ выросли на 35%: в 2011 г. они составили \$633 за т. Контрактные цены на калий поднялись почти на 28%, до \$381 за т. Единственным существенным недостатком с точки зрения обычного инвестора является тот факт, что акции компании не торгуются на организованном рынке ценных бумаг, там котируются бумаги его конкурентов – «Акрона», «Уралкалия», «Фосагро» [4].

Увеличение количества акций, находящихся на рынке в свободном обращении, позволит снизить возможность манипулирования рынком, привлечь на него больше потенциальных инвесторов и нормализовать процессы ценообразования. Для каждой отдельной компании повышение уровня акций в свободном обращении повышает ликвидность её акций, открывая ей путь в список ведущих эмитентов и во включение в перечни ведущих индексов. Для противодействия данным тенденциям необходима максимальная открытость информации компаний в работе на финансовых рынках (открытая публикация рыночных индикаторов деловой активности предприятия), включая отчетность о доходах высших менеджеров, как того требует комиссия по фондовым рынкам США (SEC).

В Концепции создания международного финансового центра в Российской Федерации одной из задач для повышения ликвидности рынка ценных бумаг планируется стимулировать увеличение количества акций в свободном обращении. Одной из практических мер в этой области могло бы стать государственное регулирование защиты прав инвесторов в выплате дивидендов как по отношению к прибыли компаний, так и с точки зрения доходности на одну акцию. Снижение ставок налогообложения на инвестирование конкретных развивающихся отраслей экономики позволило бы увеличить уровень доверия частных инвесторов к вложениям в национальную экономику и повысить их качественный уровень. Привлечение долгосрочных инвесторов к рынку ценных бумаг с помощью устранения двойного налогообложения позволит нормализовать процессы ценообразования на акции. В настоящее время в российской экономике существует двойное налогообложение прибыли и доходности ценных бумаг (налог на прибыль – 20%, налог на доходы с акций – до 9%). Данная область претерпела крупные изменения, так до 21.01.97 г. доходы, получаемые на рынке государственных ценных бумаг, не облагались налогом на прибыль и подоходным налогом, с 21.01.97 г. действовала ставка налога

на прибыль в размере 15% (сейчас – 0% на бумаги, выпущенные до 20.01.1997 г., 15% – на государственные ценные бумаги – после 2007 г. и 9% – выпущенные до 2007 г.). Выплата дивидендов, с одной стороны, мотивирует инвесторов на вложение средств в акции компаний, но, с другой стороны, права миноритарных российских акционеров не защищены и компании могут либерально проводить дивидендную политику. Поэтому часть прибыли компании нелегально выводится, и она чаще всего оседает в виде крупных бонусов у её высшего менеджмента, это активно происходило в период финансового кризиса в крупных российских корпорациях и банках и сейчас, когда не налажена система фискального регулирования в данных процессах. Вообще в налогообложении доходности по ценным бумагам в нашей стране имеются огромные резервы для повышения инвестиционного потенциала экономики, и необходимы соответствующие доработки

в области стимулирования обращения как государственных, так и корпоративных ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА:

1. Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 144 с.
2. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: Учебник / В. А. Галанов. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 476 с.
3. Говтрань О.Д. Финансирование инвестиций. Инфляционные риски и стабилизация. // Проблемы прогнозирования. – 2006. № 6. – С.3-17.
4. Официальный сайт компании «Еврохим» [электронный ресурс]. URL: <http://www.eurochem.ru/about-eurochem/ownership/> (дата обращения 22.02.2012).
5. Официальный сайт банка «Альфа Капитал». [электронный ресурс] URL: http://www.alfacapital.ru/attach/4/10/65/analysis_auto_01062011.pdf. (дата обращения: 22.02.2012).
6. Минфин РФ. Долговая политика. [электронный ресурс] URL: http://www.minfin.ru/common/img/uploaded/library/2011/08/Dolgovaya_politika_nasayt_SSHA1.pdf. (дата обращения 22.02.2012).