Владимир ЛЯЛИН,
доктор экономических наук, профессор СПбГУ

Рынок ценных бумаг Российской Федерации: первые шаги

В странах с рыночной экономикой рынок ценных бумаг начал формироваться много десятилетий назад в условиях существования денежных систем, в которых предусматривался размен кредитных денег на золото. Устойчивость денежных систем создавала прочную основу для развития фондового рынка. В России рынок ценных бумаг начал формироваться в условиях системы неразменных кредитных денег, неустойчивости национальной денежной единицы, возрастающих темпов инфляции.

По расчетам института прогнозирования в СССР, среднегодовые темпы инфляции составляли 4,4% в 1986 г., 4,5% в 1987 г., 10,5% в 1988 г., 14,4% в 1989 г., 16,6% в 1990 г.[1] Темпы инфляции резко увеличились в 1991 г.: за год цены на потребительские товары выросли в восемь раз[2]. Возросший дефицит государственного бюджета покрывался за счет денежной эмиссии, которая не сопровождалась соответствующим ростом товарной массы. Несмотря на это, денег для обслуживания платежного оборота не хватало. Таким образом, к концу 1991 г. появились первые признаки кризиса платежного оборота.

В 1992 г. цены на потребительские товары выросли в 26 раз[3]. Инфляция перешла в гиперинфляцию. Потребность в деньгах наступала быстрее, чем они появлялись в обороте. Чтобы возместить нехватку денежных средств, в качестве их заменителей начали использовать суррогаты, прежде всего платежные обязательства коммерческих банков, расчетные чеки, разного рода «талоны».

Кризисное состояние экономики страны, гиперинфляция, начинающийся кризис платежного оборота — вот те условия, в которых началось зарождение российского рынка ценных бумаг и которые помогают понять его особенности.

Первые аналоги долговых ценных бумаг появились еще в период существования СССР. Так, в 1987 г. Сбербанк выпустил сертификаты для физических лиц на сумму около 2,6 млрд руб. В 1989 г. появились государственные казначейские облигации на предъявителя, а в 1990 г. — облигации беспроцентных целевых займов. В том же 1990 г.

[1] «Экономика и жизнь», 1991 г., № 31, с. 3.

[2] «Коммерсантъ», 1992 г., № 1, с. 12.

[3] «Банковское дело», 1996 г., № 1, с. 2.

для юридических лиц был выпущен пятипроцентный заем Министерства финансов СССР сроком на восемь лет и пятипроцентный заем Министерства финансов РСФСР сроком на десять лет. В обращении находились также облигации государственного выигрышного займа СССР выпуска 1982 г. В 1991 г. для юридических лиц был осуществлен выпуск облигаций государственного республиканского внутреннего займа РСФСР сроком на 30 лет с процентной ставкой 15% годовых на сумму 80 млрд руб. В начале 1992 г. были выпущены облигации российского внутреннего выигрышного займа, которые могли свободно покупаться и продаваться через отделения Сбербанка как физическими, так и юридическими лицами и на которые обменивались облигации государственного выигрышного займа СССР выпуска 1982 г.[1]

Что касается рынка акций, то во времена СССР такой рынок отсутствовал. Правда, следует сказать, что в 1988 г. совет министров СССР принял постановление, в соответствии с которым предприятия получили возможность выпускать так называемые акции трудового коллектива, которые получали работники предприятия, и акции предприятия, распространяемые среди юридических лиц. Однако эти бумаги можно было назвать акциями лишь весьма условно, так как дивиденды по ним выплачивались из фондов материального поощрения и развития производства. К середине 1990 г. объем эмиссии акций предприятий составил около 200 млн руб., а акций трудового коллектива — около 400 млн руб. Помимо акций промышленных предприятий, к этому времени были выпущены также акции коммерческих банков на сумму около 300 млн руб.[2]

Однако дальнейшее развитие акционерных предприятий сдерживалось отсутствием соответствующей законодательной базы. Поэтому очень важное значение имел принятый в декабре 1990 г. Закон РСФСР «О предприятиях и предпринимательской деятельности». Этот закон, признавая многообразие форм собственности, устанавливал организационно-правовые формы предприятий, действующие на территории РСФСР.

Одновременно с принятием данного закона постановлением Совета Министров РСФСР от 25 декабря 1990 г. было утверждено Положение об акционерных обществах, в котором были освещены вопросы создания и функционирования акционерных обществ. В соответствии с этим документом акционерные общества могли быть открытого и закрытого типа. Акции открытого общества могли переходить от одного лица к другому без согласия других акционеров, а акции закрытого общества — только с согласия большинства акционеров, если иное не оговорено в уставе.

ПЕРИОД КОНЦА 1990 Г. – НАЧАЛА ОСЕНИ 1992 Г. МОЖНО СЧИТАТЬ ПЕРИОДОМ СОЗДАНИЯ ПРЕДПОСЫЛОК ДЛЯ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Эти документы открывали путь для создания акционерных обществ и выпуска новых акций. И хотя торговля акциями сводилась к их первичному размещению, тем не менее, рынок ценных бумаг уже начал зарождаться, пусть в примитивной форме. Так, в декабре 1991 г. на Санкт-Петербургской фондовой бирже предлагались к продаже акции 23 бирж; брокерские места 24 бирж; акции таких банков, как Инкомбанк, Токобанк, Ленбанк, банк «Инко», банк «Деловая Россия», Стройбанк, Западно-Украинский международный банк, Всероссийский биржевой банк, Тверьуниверсалбанк[3].

В конце 1991 г. акции составляли 35,7% всего объема предложения рынка ценных бумаг. Из этого объема 25,8% составляли акции бирж, 5,4% — акции коммерческих банков, 3,3% — акции торговых домов, 2,1% — акции инвестиционных компаний и фондов. Только 2% приходилось на акции промышленных компаний[4]. Из крупных промышленных предприятий можно назвать только акции акционерных обществ «КАМАЗ» и «Пермавиа».

О неразвитости и перекосе фондового рынка свидетельствует тот факт, что на фондовых биржах велась торговля брокерскими местами и арендой брокерских мест. Причем в декабре 1991 г. на долю этих фондовых ценностей приходилось 43% всего объема предложения фондового рынка. Разумеется, такое положение не было нормальным, но эти фондовые ценности выполняли свою роль — они, являясь наиболее ходовым товаром, намного расширяли объем фондового рынка и подготовили почву для других финансовых инструментов.

В 1991 г. на российском фондовом рынке также появились первые облигации, выпущенные акционерными обществами. Так, например, в конце 1991 г. были выпущены облигации научно-производственной фирмы «Динамика» номиналом 1000 руб. с процентной ставкой 12% годовых сроком на два года; Токобанк выпустил облигации номиналом 10000 руб. и 50000 руб. сроком на три года под 14% годовых. Помимо облигаций, в 1991 г. на российском рынке появились и депозитные сертификаты, которые имели определенные преимущества перед банковскими вкладами, так как выпускались чаще всего на предъявителя и могли свободно переходить из рук в руки, образуя вторичный рынок. В начале 1991 г. депозитные сертификаты были выпущены Сбербанком. А затем появились сертификаты Автобанка сроком на 4, 12 и 15 месяцев с процентной ставкой 7,5%, 8% и 9% годовых соответственно. Инкомбанк выпустил сертификаты сроком на 3, 4. 6, 12 и 18 месяцев; Оргбанк — на 3 и 12 месяцев. Всероссийский биржевой банк выпустил сертификаты номиналом 50 тыс. руб. и 100 тыс. руб., а также сертификаты в медно-никелевой форме номиналом 5 тыс. руб. По-

[1] «Российская газета», 25 февраля 1992 г.

[2] «Экономика и жизнь», 1990 г., № 25, с. 12.

[3] Санкт-Петербургская фондовая биржа. План торговли на 17.12.1991. Внутренний документ.

[4] «Фондовый портфель», отв. ред. Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин. М., «СОМИНТЭК», 1992 г., с. 40.

В 1991 Г. НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ РОССИИ ПРОИЗОШЛИ ПОЗИТИВНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ, ПОЯВИЛИСЬ ОТДЕЛЬНЫЕ ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ И НАРАСТАЛИ ОБЪЕМЫ ИХ ВЫПУСКА

гашение сертификатов предусматривалось через пять лет по двойному номиналу[1].

В 1991 г. на российском рынке появились также производные ценные бумаги. Одними из первых можно считать опционы на приобретение акций акционерных обществ «КАМАЗ», «РИНАКО», «Российское золото», «Пермавиа» и «НИПЕК». В дальнейшем на Санкт-Петербургской фондовой бирже в декабре 1991 г. предлагались опционы на приобретение депозитных сертификатов Инкомбанка.

Можно сделать вывод о том, что в 1991 г. на фондовом рынке России произошли позитивные изменения, благодаря которым появились отдельные виды ценных бумаг и нарастали объемы их выпуска. Однако в целом рынок ценных бумаг был в основном первичным. На вторичном рынке основную долю занимали акции бирж и брокерских мест. Крайне незначительную долю рынка составляли акции промышленных предприятий. Рынок ценных бумаг не мог успешно развиваться в существующем правовом вакууме.

Чрезвычайно важное значение для развития фондового рынка имело утвержденное постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991 г. №78 «Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», в соответствии с которым был определен порядок выпуска и обращения ценных бумаг на территории Российской Федерации до принятия специального законодательства.

В положении были выделены и охарактеризованы группы ценных бумаг, такие как акции акционерных обществ, облигации, государственные долговые обязательства и производные ценные бумаги. Согласно положению, к выпуску и обращению допускались только те ценные бумаги, которые прошли государственную регистрацию и получили государственный регистрационный номер.

В положении нашли отражение вопросы, определившие пути дальнейшего развития структуры фондового рынка.

Институциональная структура фондового рынка включает в себя биржи, брокерские и дилерские компании, клиринговые организации, депозитарии, держателей реестра, управляющие компании.

В конце 80-х годов в СССР начался своеобразный биржевой бум. Биржи появлялись одна за другой. К началу 1992 г. в России насчитывалось несколько сотен бирж. Ряд бирж имел узкую специализацию, в то время как другие биржи пошли по пути широкой диверсификации своей деятельности. В них были созданы и фондовые отделы. Кроме того, появились и специализированные фондовые биржи.

В соответствии с положением, фондовая биржа определялась как организация, исключительным предметом деятельности которой является обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и надлежащее распространение информации о них.

Положение налагало запрет биржам на сдачу в аренду брокерских мест и тем самым снижало возможности привлечения капитала. К моменту принятия положения в стране уже действовали брокерские компании. Первоначально многие из них возникли как торговые посредники, но затем расширили свои операции на фондовый рынок. Однако были и такие, которые с момента регистрации ориентировались на финансовый рынок. Грядущая приватизация, ожидаемое акционирование крупных государственных предприятий стимулировали процесс создания инвестиционных компаний. В конце 1991 г. были созданы такие крупные компании, как «Военно-промышленная инвестиционная компания» (Москва), «Первая всесибирская инвестиционная компания» (Новосибирск), «Дальневосточный союз» (Хабаровск), инвестиционно-финансовая компания «Альянс» (Калининград).

С принятием положения процесс создания инвестиционных компаний и фондов обрел довольно четкие рамки, так как их деятельность была строго регламентирована. Профессиональные участники рынка ценных бумаг, именуемые инвестиционными институтами, могли осуществлять свою деятельность с ценными бумагами как исключительную и выступать в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании, инвестиционного фонда.

В соответствии с п.14 положения, банки также могли выступать в качестве инвестиционных институтов после получения соответствующей лицензии. Это значительно усиливало позиции банков, которые получили возможность согласовывать проведение операций на денежном и фондовом рынке, проводить широкую диверсификацию своих вложений, осуществлять доверительное управление денежными средствами и цен-

[1] Экономика и жизнь.- 1991. — № 52. — С. 13.

ными бумагами своих клиентов. Принятие положения послужило толчком к усилению роли банков не только на фондовом рынке, но и в экономике страны.

Важным элементом положения являлось то, что инвестиционные институты и фондовые биржи вправе были осуществлять свою деятельность только после получения лицензии в Министерстве экономики и финансов. Кроме того, для осуществления деятельности инвестиционный институт должен был иметь в своем штате специалиста, владеющего квалификационным аттестатом на право совершения операций с ценными бумагами, выданным Министерством экономики и финансов. Инвестиционный институт должен был обладать минимально необходимым уставным капиталом, размер которого определялся Министерством экономики и финансов.

В начале 1992 г. сложившаяся ранее структура фондового рынка в основном сохранялась. По-прежнему основным сегментом рынка являлись акции бирж и брокерских мест — их доля составляла около 65% всего объема предложения. Доля акций коммерческих банков, инвестиционных компаний и фондов не превышала 7%, а акции промышленных компаний составляли около 3% всего объема предложения ценных бумаг[1].

Меры по усилению государственного контроля за деятельностью бирж, по ограничению размеров посреднической прибыли привели к падению спроса на акции бирж, что, в свою очередь, привело к снижению цен на них, снижению активности участников фондового рынка и сокращению объемов оборота. Это было связано также и с политической нестабильностью, быстро растущей инфляцией и кризисным состоянием всей экономики. Объем заключенных сделок не превышал 10% всего объема предложения ценных бумаг. Цены предложения намного превосходили цены спроса, существовал большой разброс цен на акции на различных биржах. Количество бирж, которых насчитывалось несколько сотен, стало сокращаться, так как многие их них не отвечали требованиям Закона о товарных биржах, введенном в действие с 1 марта 1992 г. Ввиду запрета на торговлю брокерскими местами с фондового рынка исчез этот сегмент. В то же время, на фондовом рынке стало увеличиваться количество акций коммерческих банков. Этому способствовало то обстоятельство, что происходило интенсивное образование новых банков и увеличение уставных капиталов уже существующих банков. По Постановлению Правительства РФ от 28 декабря 1991 г. банкам было разрешено проводить операции с ценными бумагами, что способствовало расширению сферы деятельности банков, росту их уставных капиталов и выпуску новых акций.

Рынок акций российских предприятий (за исключением сегмента банковских акций) в 1992 г. находился в застойном состоянии. Дело в том, что даже самые крупные из вновь образующихся акционерных обществ были несопоставимы с крупными государственными предприятиями. Выпуски ценных бумаг этих обществ в масштабах страны были невелики, и обращение акций сводилось к их первичному размещению. Из приватизированных к 1 апреля 1992 г. 5023 государственных предприятий только 59 были преобразованы в акционерные общества, акции которых были выпущены в продажу[2].

Расширение рынка ценных бумаг в 1992 г. происходило главным образом за счет эмиссии долговых обязательств. Прежде всего, резко увеличился выпуск депозитных сертификатов коммерческих банков, которые в 1992 г. стали одним из наиболее надежных, доходных и ликвидных финансовых инструментов. К середине 1992 г. на депозитные сертификаты банков приходилось 28% всего объема предложения ценных бумаг. Помимо рублевых, появились и валютные сертификаты. Так, Всероссийским биржевым банком были выпущены валютные сертификаты номиналом $10 тыс. на сумму $10 млн сроком на десять лет, предназначенные как для юридических, так и физических лиц. За первый год по сертификату начислялось 3% годовых, а через десять лет предусматривалось погашение по двойному номиналу[3].

В 1992 г. стал быстро нарастать объем выпуска векселей. Это было связано как с нехваткой платежных средств, так и с возможностью быстрого привлечения денежных средств физических и юридических лиц.

Российский рынок ценных бумаг пополнился также облигациями муниципального займа, который был осуществлен администрацией Пушкинского района Московской области. Первый муниципальный заем был произведен администрацией Хабаровского края в 1991 г.

В начале 1992 г. на фондовых биржах и на неорганизованном рынке преобладала торговля валютой. Дело в том, что увеличение темпов инфляции и падение курса рубля по отношению к иностранным валютам способствовали долларизации российской экономики. Чтобы сохранить свободные денежные средства от обесценения, инвесторы начали скупать иностранную валюту. Таким образом, торговля валютой стала занимать на фондовом рынке все более значительное место и стала одной их важнейших фондовых ценностей. В условиях снижения оборота акциями бирж и ликвидации торговли брокерскими местами валюта заняла их место и оживила весь фондовый рынок.

Рассматривая развитие российского рынка ценных бумаг в период 1991 г. – первой половины 1992 г., следует отметить, что хотя объемы эмиссии акций и особенно долговых бумаг нарастали, в целом это далеко не соответствовало российскому экономическому потенциалу. Мизерные размеры фондового рынка не оказывали существенного влияния на развитие инвестиционного процесса. Практически все средства производства находились в руках государства. Для создания рынка ценных бумаг, адекватного экономическому потенциалу страны, необходимо было произвести коренные изменения в отношениях собственности.

В целом период конца 1990 г. – начала осени 1992 г. можно считать периодом создания необходимых предпосылок для функционирования российского фондового рынка. Тогда были заложены основы нормативной правовой базы по ценным бумагам, на российском рынке появились первые профессиональные участники рынка ценных бумаг, исключительным видом деятельности которых являются операции с ценными бумагами, начала складываться институциональная структура фондового рынка, на российском рынке появились и прошли своеобразную «обкатку» разные виды ценных бумаг, выпускаемых как государственными, так и негосударственными эмитентами.

[1] «Фондовый портфель», Указ. соч., с. 40.

[2] «Панорама приватизации», 1993 г., № 13, с. 58.

[3] «Коммерсант», 1992 г., № 46, с. 8.