Витченко Алексей Борисович. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российской экономике : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.01, 08.00.10 Ростов-на-Дону, 2007 186 с. РГБ ОД, 61:07-8/3395

**Содержание к диссертации**

Введение

Фондовый рынок и его роль в привлечении инвестиций 15

1.1. Сущность, функции и фундаментальные факторы фондового рынка в современной экономике 15

1.2. Фондовый рынок как механизм перераспределения ресурсов и привлечения инвестиций 30

1.3. Инструменты и способы привлечения инвестиций в экономику посредством фондового рынка и внутренняя стоимость как субстанция цены фондовых активов 40

2. Функционирование российского фондового рынка на современном этапе . 59

2.1. Потенциал фондового рынка как источника инвестиций в России 59

2.2. Степень развитости российского фондового рынка как формирующегося по степени риска, ликвидности, доходности и волатильности 82

2.3. Институциональные ограничения привлечения инвестиций в российскую экономику 95

3. Стратегия повышения конкурентоспособности российского фондового рынка 120

3.1. Необходимость увеличения государственного вмешательства в обеспечении эффективности фондового рынка 120

3.2. Основные приоритеты развития российского фондового рынка как источника привлечения инвестиций в экономику 129

Заключение 156

Список использованных источников 160

Приложения 176

**Введение к работе**

**Актуальность**темы **исследования.**Переход к рыночным отношениям в России обусловил необходимость формирования фондового рынка, который за пятнадцать лет превратился в устойчиво функционирующий институт со сложившимся кругом участников и развитой инфраструктурой. Однако до последнего времени его роль как эффективного механизма привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций и стимулирования роста производства незначительна. Одной из важнейших проблем в России является нехватка инвестиций при наличии устаревших мощностей, созданных еще в эпоху СССР. Необходимы колоссальные финансовые средства, которые предприятия не в состоянии сформировать за счет внутренних источников. В этой связи роль и значение фондового рынка в развитии экономики трудно переоценить. Необоснованные действия в отношении рынка ценных бумаг могут привести к катастрофе, как это было в 1998 году. Для того чтобы обеспечить приток инвестиций в реальный сектор экономики и предотвратить возникновение кризисов, необходимо исследование механизма фондового рынка в трансформирующейся экономике, причин его неэффективного функционирования и разработать меры государственного воздействия, способствующие развитию фондового рынка в России. Актуальным является обоснование долгосрочной стратегии развития рынка ценных бумаг с учетом действия фундаментальных факторов, влияющих на фондовые рынки и ценообразования на фондовые активы.

Степень разработанности проблемы. Так как в СССР рынок ценных бумаг отсутствовал, то проблема привлечения инвестиций посредством фондового рынка слабо отражена в отечественной науке о финансах и кредите. Среди зарубежных авторов, занимавшихся проблемами привлечения инвестиций, фондового рынка и ценообразования следует назвать У. Шарпа и его фундаментальную работу «Инвестиции»; «Анализ ценных бумаг» Б. Грэма и Д. Додда; теорию рефлексивности, представленную в работах Дж. Сороса. Вопросами влияния развития фондового рынка на экономический рост,

структуры собственности как фактора, определяющего модель рыночной экономики, выяснения причин и обоснования методов предупреждения финансовых кризисов, разработки политики развития национальных фондовых рынков занимались Р. Тьюлз, Б. Вильяме, Э. Бредли, Д. Гарнер, С. Майерс. Теоретические аспекты формирования инфраструктуры рынка отражены в работах X. Зингера, П. Самуэльсона. Наиболее глубокие исследования в рассматриваемой области осуществлялись специалистами Всемирного банка, Международного валютного фонда, Международной организации комиссий по ценным бумагам, Всемирной федерации бирж.

Среди отечественных экономистов, исследовавших фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в российскую экономику, можно выделить работы М.Ю.Алексеева, Б.И.Алехина, А.В.Аникина (зарубежные фондовые рынки), О.В.Буклемишева (рынок еврооблигаций), А.И.Буренина (структура и основы формирования срочного и фондового рынков, макроэкономические аспекты функционирования рынков), А.В.Захарова (развитие фондовых бирж), А.В.Костикова (ценные бумаги регионов), В.Д.Миловидова (инвестиционные фонды, проблемы инвестиций на фондовом рынке), Д.М.Михайлова (международные рынки капиталов), В.Т.Мусатова (фондовые биржи), А.Д.Радыгина (собственность и институциональная структура рынка), Б.Б.Рубцова (зарубежные фондовые рынки), Е.В.Семенковой (структура фондового рынка, рынки корпоративного контроля), Ю.С.Сизова и А.Ю.Симановского (система государственного регулирования фондового рынка, политика государства на рынке), В.А.Тарачева (ценные бумаги регионов), Р.М.Энтова (институциональная структура рынка), а также работы Д.С. Львова, B.C. Торкановского, Я.М Миркина, А.А. Килячкова, В.Ю. Наливайского, В.Р.Евстигнеева, Л.И. Абалкина, А.Б. Фельдмана, А.И. Басова, В.А Белова, В.А. Галанова, Л.А Чалдаева., В.А. Лялина, В.А. Арсеньева.

Таким образом, создана основа для продолжения исследований проблемы привлечения инвестиций посредством фондового рынка и обоснования практических подходов к его совершенствованию. Сложность предмета

исследования не позволяет считать современную теорию не оставляющей места для новых выводов и дискуссию по данному вопросу исчерпанной. Остается неисследованным влияние фундаментальных факторов на возможные сценарии развития формирующихся рынков ценных бумаг и способность их привлекать инвестиции; не разработана долгосрочная макроэкономическая политика в отношении фондового рынка, ее приоритеты и механизмы реализации, остается открытым вопрос о доле ресурсов, перераспределяемой через этот рынок на цели инвестиций в реальный сектор, об основе цены на фондовые активы. Дискуссионными являются вопросы о предпочтительности той или иной модели фондового рынка и характере инфраструктуры. Проблемным остается выявление границ государственного вмешательства в механизм рынка ценных бумаг; не исследованы возможности повышения его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками с помощью программы специальных мер.

**Цель и**задачи **исследования.**Цель работы состоит в том, чтобы на основе теоретико-методологического содержательного анализа фондового рынка и воздействующих на него фундаментальных факторов, исследовать фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций в экономику России, выявить основные причины, препятствующие выполнению им инвестиционной функции и предложить комплекс мер, способствующих повышению конкурентоспособности отечественного фондового рынка.

Поставленная цель обусловила необходимость решения следующих исследовательских задач:

выявить фундаментальные факторы, обусловливающие основные характеристики фондового рынка и его способность привлекать инвестиции;

исследовать процесс ценообразования на фондовые активы и влияние инструментов, участников и инфраструктуры фондового рынка на выполнение функции привлечения инвестиций в экономику;

проанализировать роль рынка ценных бумаг как механизма привлечения

инвестиций в современной российской экономике;

исследовать ключевые особенности формирующихся фондовых рынков и проанализировать степень развитости российского фондового рынка;

выявить комплекс причин, препятствующих привлечению инвестиций отечественным фондовым рынком и снижающих его конкурентоспособность;

обосновать необходимость повышения степени государственного регулирования российского фондового рынка;

определить приоритеты развития российского рынка ценных бумаг, связанные с повышением его роли как механизма перераспределения инвестиций в реальный сектор.

Объектом исследования является российский фондовый рынок.

Предметом **исследования**являются экономические отношения по поводу привлечения финансовых ресурсов в реальный сектор российской экономики посредством фондового рынка.

**Теоретико-методологическую основу**настоящего исследования составил системный подход и сочетание методологии классической экономической теории, неоклассического подхода, институционализма, поведенческого подхода, фундаментального и технического анализа и базирующиеся на них концептуальные положения, представленные в отечественных и зарубежных исследованиях привлечения инвестиций посредством фондового рынка.

Инструментарно - **методический аппарат исследования**представляет собой сочетание базовых методов научного познания - системно-функционального, исторического, институционально-эволюционного, компаративистского, экономико-статистического, методы экономического и логического анализа, взаимосвязи количественных и качественных изменений. В работе также применены методы графического представления динамики параметров фондового рынка.

**Информационно-эмпирическую**базу **исследования**составляют:

официальные данные Федеральной службы государственной статистики РФ,

Министерства финансов, Центрального Банка, Федеральной службы по

финансовым рынкам, аналитические исследования банков и инвестиционных компаний, статистические данные и аналитические материалы Всемирного банка, МВФ, Международной финансовой корпорации, базы данных Московской Межбанковской Валютной биржи, некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр», Российской торговой системы, рейтингового агентства Standard & Poor's, информационные материалы, содержащиеся в научных публикациях и периодической печати.

В качестве **нормативно-правовой базы**использованы Федеральные законы: «О рынке ценных бумаг», "Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», Гражданский кодекс РФ, Кодекс корпоративного поведения, постановления Федеральной службы по финансовым рынкам и прогнозные разработки федеральных органов исполнительной власти.

**Рабочая гипотеза диссертационной работы**состоит в том, что незначительная роль отечественного рынка ценных бумаг в привлечении инвестиций в реальный сектор экономики обусловлена системным воздействием фундаментальных факторов и комплексом причин, ряд которых присущ всем формирующимся фондовым рынкам, а часть является особенностями российского фондового рынка. Выполнение российским фондовым рынком инвестиционной функции может быть обеспечено при осуществлении комплекса мер по формированию эффективной модели рынка ценных бумаг, разработка и внедрение которых могут быть осуществлены при активном участии государства.

**Основные положения диссертационного исследования, выносимые на**защиту:

*По специальности 08.00.01 Экономическая теория:*

1. Способность фондового рынка привлекать инвестиции и перераспределять

стоимостные ресурсы определяется системным воздействием на него

фундаментальных факторов, в рамках которого влияние одних факторов

усиливает действие других. К этим факторам относятся: состояние

инвестиционного климата в стране; структура собственности; степень

монетизации хозяйственного оборота; уровень корпоративного управления; степень зависимости рынка от внешнеэкономических факторов и зарубежных рынков; роль энергоносителей в хозяйственной структуре экономики и динамика цен на них; состояние инфраструктуры и наличие нарушения принципов устройства фондового рынка.

1. В долгосрочном периоде субстанцией цены на фондовые активы является внутренняя стоимость, которая представляет собой экономическую стоимость фирмы и отражает ее внутренние характеристики, природу бизнеса и инвестиционное окружение. Привлечению инвестиций наиболее благоприятствует такая структура рынка, при которой обеспечивается состояние информационной прозрачности, ликвидность финансовых инструментов и свобода взаимодействия спроса и предложения на ценные бумаги.
2. Российский фондовый рынок не является значимым источником привлечения инвестиций, обеспечивая около 10% инвестиций, привлеченных в основной капитал. Российские предприятия привлекают инвестиции на зарубежных фондовых рынках в большем объеме, по меньшей ставке и на долгосрочной основе. Так как отечественные банки не способны осуществлять долгосрочное финансирование реального сектора в силу недостаточности собственных капиталов и коротких пассивов, в то время как в России имеются значительные финансовые ресурсы, значимым механизмом привлечения инвестиций может стать фондовый рынок. В силу сложившейся структуры собственности основным инвестиционным инструментом являются корпоративные облигации.
3. Фондовый рынок, как сложная динамическая система, является весьма

неустойчивым, подвержен рефлексивным процессам и может быть

источником финансовой нестабильности, что обуславливает необходимость

государственного регулирования в более высокой степени на

формирующемся российском фондовом рынке, чем на развитых рынках

ценных бумаг. Долгосрочные инвестиции не могут быть привлечены только

на основе создания институциональных условий, они должны

подготавливаться реструктурированием отрасли ценных бумаг и устранением реальных, уже сложившихся диспропорций рынка. *По специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит:*

1. По показателям доходности и волатильности, ликвидности и  
капитализации, уровня риска и корпоративного управления российский  
фондовый рынок относится к формирующимся рынкам, что предопределяет  
его низкую способность привлекать инвестиции, усиливающуюся  
противоречием: отечественному рынку ценных бумаг в большей мере  
присущи характеристики европейско-континентальных рынков при  
законодательстве, сформировавшемся по образцу англосаксонской системы,  
что обуславливает формирование в России смешанной модели фондового  
рынка.

1. Сложился комплекс причин, препятствующих привлечению инвестиций отечественным фондовым рынком в реальный сектор экономики и снижающих его конкурентоспособность, включающий высокие риски; низкий уровень корпоративного управления; манипулирование на рынке и использование инсайдерской информации; зависимость внутреннего рынка акций от иностранных инвесторов, цен на нефть и динамики иностранных фондовых рынков; высокую волатильность; преобладание краткосрочных вложений и высокую долю спекулятивного оборота; малую долю свободно торгуемых акций; низкую ликвидность бумаг и недостаток финансовых инструментов для инвестирования; сверхконцентрацию торгов и финансовых ресурсов на столичном рынке; отрицательное влияние стерилизации ликвидности и низкой монетизации; недостатки существующей инфраструктуры российского фондового рынка. Главным риском российского фондового рынка на сегодняшний день является риск его утраты и перемещение на Запад.
2. Привлечение инвестиций в экономику посредством российского фондового

рынка достигается реализацией комплекса мер по его развитию, включающих

обеспечение доступа к рынку капиталов большинству российских компаний,

использование системы налогового стимулирования инвесторов, расширение

ассортимента инструментов фондового рынка, рост доли денежных ресурсов, направляемых через рынок ценных бумаг в регионы. Целесообразно создать единый фондовый рынок стран СНГ с общей инфраструктурой, масштабный рынок ипотечных ценных бумаг. Снижение рисков инфраструктуры можно обеспечить созданием центрального расчетного депозитария, объединением бирж в единую конкурентоспособную площадку, которая по своим объемам и ресурсам вошла бы в число крупных бирж формирующихся рынков, созданием мегарегулятора с коллегиальной системой управления.

Научная новизна исследования состоит в теоретическом обосновании признаков и особенностей формирующегося фондового рынка, фундаментальных факторов, определяющих его параметры и их динамику, анализе действенности механизма привлечения инвестиций в реальный сектор экономики и выявлении основных причин, снижающих потенциал инвестиционной функции, а также разработке системы мер по повышению конкурентоспособности российского фондового рынка, включающей его важнейшие институты, процессы и инструменты. Элементы новизны состоят в следующем:

*По специальности 08.00.01 Экономическая теория:*

Выявлен комплекс фундаментальных факторов, системное воздействие которых определяет основные характеристики фондового рынка, его способность привлекать инвестиции и конкурентоспособность. Влияние институциональных факторов таких, как сложившаяся структура собственности, обусловленный ей уровень корпоративного управления и диспропорции инфраструктуры рынка, усиливается влиянием макроэкономических факторов: степенью монетизации экономики, зависимости от конъюнктуры зарубежных рынков и динамики цен на экспортируемое сырье.

Развивается концепция внутренней стоимости как субстанции цены на

фондовые активы. Потенциал движения рынка обеспечивается неравенством

рыночных котировок и внутренней стоимости акций. Цена фондовых

активов колеблется вокруг внутренней стоимости, отклоняясь под воздействием множества факторов и рефлексивных процессов. В состоянии стабильности фондового рынка выявляется внутренняя стоимость, посылаются верные финансовые сигналы и обеспечивается эффективное распределение ресурсов.

Доказано, что отечественный фондовый рынок не является значимым источником привлечения инвестиций в реальный сектор экономики, однако есть все предпосылки для увеличения его роли в данном процессе, с привлечением как внутренних, так и внешних, фактических и потенциальных источников, а также условий и инструментов мобилизации финансовых ресурсов посредством фондового рынка.

Обоснована необходимость повышенной степени государственного регулирования на формирующемся фондовом рынке для предотвращения кризисов; «интервенционистский» подход, неизбежный на стадии роста рынка, включающий формирование институциональных условий, благоприятствующих привлечению инвестиций, создание в России мегарегулятора с коллегиальной системой управления, непосредственное участие в строительстве новых рынков, передача полномочий саморегулирующим организациям, принятие законов, регулирующих сделки с использованием инсайдерской информации.

*По специальности 08.00.10 Финансы, денежное обращение и кредит:*

Доказано, что фондовый рынок России обладает всеми параметрами  
формирующихся рынков, что предопределяет его характер и степень  
развитости при низком уровне ликвидности, высокой доходности и  
волатильности, а также высоких рисках, и большой долей в капитализации  
рынка предприятий - экспортеров энергоносителей, при большой вероятности  
формировании смешанной модели фондового рынка в России, являющейся  
синтезом европейской, «континентальной» и англосаксонской моделей.

Выявлены причины, препятствующие привлечению инвестиций посредством  
российского фондового рынка: рискованность рынка России превышает

среднюю рискованность развитых рынков примерно в 2,3 раза, вследствие чего число частных инвесторов составляет 0.15% населения; индекс транспарентности составляет 53%, индекс защищенности инвесторов -3, дивидендная доходность - 1.9%, что характеризует низкий уровень корпоративного управления в российских компаниях; на долю 10 крупнейших компаний приходится 80% капитализации рынка; динамика российского фондового рынка в значительной степени зависит от вложений иностранных инвесторов, а индекс корреляции индекса РТС и цен на нефть и равен 0.87; притоку инвестиций препятствует стерилизация ликвидности. Разработаны меры по развитию механизма российского рынка ценных бумаг, обеспечивающие повышение его роли в инвестициях в реальный сектор, включающие диверсификацию предложения ценных бумаг и создание новых сегментов рынка, вывод эмитентов на рынок ценных бумаг, внедрение налогового стимулирования денежного спроса на корпоративные ценные бумаги и развитие региональных рынков ценных бумаг. Предложена концепция формирования финансового центра, единого фондового рынка стран СНГ с общей инфраструктурой. Обоснованы предложения по формированию оптимальной инфраструктуры рынка: создание единой национальной биржи и центрального депозитария, статус которого могут иметь несколько учреждений.

**Теоретическая значимость**диссертационного исследования заключается в углублении преставления о комплексе фундаментальных факторов, воздействующих на российский фондовый рынок и выявлении причин, препятствующих привлечению инвестиций. Теоретические результаты исследования могут быть использованы при разработке стратегии развития и совершенствования действующей практики государственного регулирования российского фондового рынка и расширении его инвестиционного потенциала, в преподавании курсов биржевое дело, финансы и кредит.

Практическая значимость диссертационного исследования состоит в том, что выводы и рекомендации могут использоваться в принятии решений

инвесторами на российском фондовом рынке. Положения и выводы диссертации ориентированы на использование их широким кругом участников на фондовом рынке: органами регулирования рынка ценных бумаг, профессиональными участниками, эмитентами и инвесторами.

**Апробация результатов исследования.**Основные выводы и результаты проведенного исследования докладывались на научно-практических конференциях в Ростове-на-Дону. Результаты диссертационного исследования получили отражение в 7 опубликованных работах, общим объемом 2,6 п.л.

**Структура работы.**Диссертация состоит из введения, 8 параграфов, объединенных в 3 главы, заключения, списка использованных источников и приложений. Диссертация изложена на 186 страницах, включая 18 таблиц и 21 рисунок.

Во введении обосновывается актуальность темы, цель и задачи работы, предмет и объект исследования, теоретическая и методологическая основа проводимого исследования, приводится используемая информационная база.

В первой главе рассматривается сущность фондового рынка, его функции и роль в привлечении инвестиций и обеспечении экономического роста. Проанализированы основные фундаментальные факторы и механизмы, посредством которых осуществляется привлечение инвестиций, раскрыты экономические и организационные формы проявления сущности рассматриваемого явления. На основе различных теорий выведена теория ценообразования на основе внутренней стоимости.

Во второй главе работы анализируется российский фондовый рынок, его особенности и выполнение основных функций, определена наиболее вероятная модель отечественного фондового рынка. Проанализированы количественные и качественные характеристики, параметры фондового рынка. Выявлены основные причины, препятствующие выполнению инвестиционной функции российским фондовым рынком.

В третьей главе представлен комплекс мер по развитию фондового рынка

для обеспечения им выполнения инвестиционной функции. Обосновывается

значительная роль государства в формировании институтов финансового рынка, формулируются цели государственной политики. Все выводы используются применительно к фондовому рынку в России.

В Заключении обобщены основные выводы исследования.

В Приложениях приводятся ряд статистические данные, иллюстрирующие динамику российского фондового рынка и позволяющие обосновать сделанные выводы.

Исследование выполнено в рамках паспорта специальности 08.00.01 -«Экономическая теория». Пункты паспорта специальности 08.00.10 -«Экономическая теория»: 1.1 Воспроизводство общественного и индивидуального капитала, экономика рынков капиталов, труда и финансов и в рамках специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит». Пункты паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит»: 4.1. Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов. 4.3. Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов. 4.6. Государственное регулирование фондового рынка.

## Сущность, функции и фундаментальные факторы фондового рынка в современной экономике

Исследование фондового рынка неизбежно должно опираться на представления о сущности и структуре рынка, на котором они обращаются, о функциях, которые при этом выполняются, о фундаментальных факторах, воздействующих на фондовый рынок. Теоретические представления о ценных бумагах в современной отечественной экономической литературе в основном базируются на марксистской традиции, в соответствии с которой, ценные бумаги, обращающиеся на бирже, образуют фиктивный капитал. В марксистской традиции ценные бумаги «служат титулами собственности», представляющими действительный капитал, его «бумажными дубликатами».

Немарксистская традиция в экономической теории часто характеризует ценные бумаги и фондовый рынок как технические институты, выполняющие функции перераспределения свободных денежных средств, опосредования движения и оценки прав собственности, перераспределения риска, информации между участниками делового оборота. Если принять, что в форме ценных бумаг выражены общественные отношения, то объектом, по поводу которого складываются эти отношения, является стоимость, находящаяся в собственности индивидов, имеющая различную вещественную форму. Ценные бумаги являются альтернативой кредитной форме движения ссудного капитала, взаимозамещаемы и конкурируют с ним за ограниченные в экономике ресурсы.

В позициях различных экономических школ (историческая школа, институционализм) ценные бумаги представляют, помимо экономических, и иные общественные отношения (политические, правовые, социально-психологические и др.). Потребительной стоимостью или "полезностью" ценных бумаг как товара является получением обладателем ценных бумаг права доступа к стоимости, дубликатами и воплощениями которой они являются. В экономической литературе существует множество различных определений ценных бумаг. Наиболее точными считаются определения, которые подчеркивают, что это документы, являющиеся титулом собственности или правом на получение дохода, подтверждающие права на реальные активы.

Ценные бумаги - это инструмент привлечения инвестиций. Уильям Шарп дает такое определение: "ценная бумага - это законодательно признанное свидетельство права на получение ожидаемых в будущем доходов при конкретных условиях". «Инвестиционные ценные бумаги - ценные бумаги, характеризующиеся двумя признаками - серийность выпуска и одноразовость использования (разового аккумулирования средств в интересах эмитента при эмиссии). Эти ценные бумаги являются наиболее эффективным средством быстрой мобилизации значительных денежных ресурсов мелких инвесторов». Инвестиционные ценные бумаги - денежные ценные бумаги, являющиеся предметом массовых выпусков (эмиссий) и удостоверяющие право их держателей на единовременное или периодическое получение дохода с их номинальной стоимости.4 В ГК РФ дается следующее определение ценной бумаги: «ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении».5 Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» в российской практике введено понятие эмиссионной ценной бумаги, которая одновременно характеризуется следующими параметрами:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению в соответствии с действующим порядком;

- размещается выпусками;

- имеет равные объемы и сроки реализации прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги6.

Главное внимание в исследовании будет уделяться ценным бумагам, которые легко и эффективно перемещаемы от одного владельца к другому, т. е. акции и облигации. Возникновение ценных бумаг связано с тем, что потребность в регулярной модернизации производственных фондов делает невозможным частное владение растущим предприятием. Чтобы инвестиционный поток был достаточно мощным, необходима система, обеспечивающая динамическое накопление и аккумулирование капиталов отдельных инвесторов. Такая система обслуживается множеством профессиональных финансовых посредников, образующих инфраструктуру фондового рынка, где обращаются ценные бумаги.

## Потенциал фондового рынка как источника инвестиций в России

В 2000 - 2006 гг. в России наблюдается экономический рост. Он обусловлен рядом факторов, таких девальвация рубля после дефолта, в результате чего стал прибыльным экспорт. Рост курса доллара привел к удорожанию импорта, и возникла ситуация, благоприятствующая импортозамещению. Однако фактор девальвации исчерпал себя и сейчас можно наблюдать укрепление рубля. Другой фактор связан с высоким уровнем цен на нефть и природные ресурсы, которые составляют большую часть российского экспорта, что привело к притоку в страну «нефтедолларов». Это существенно расширило собственные финансовые возможности крупнейших российских нефтяных компаний и немедленно нашло отражение в активизации и увеличении финансирования их инвестиционных программ. Помимо этого, удалось нормализовать ситуацию с государственными финансами и обслуживанием госдолга, аккумулировать значительные золотовалютные резервы и выйти на профицитный бюджет. Встает вопрос, как можно использовать эти средства на инвестиции. Благоприятная внешняя конъюнктура не дает повода расслабляться, а требует вплотную приступить к разработке новой экономической стратегии, которая позволит осуществить переход от сырьевой экономики к инновационной.

Решение поставленной Президентом РФ задачи удвоения ВВП к 2012 г. требует ежегодного роста не менее чем на 7,2%. Если в качестве срока взять 2010 г., то потребуется ежегодный рост в 9,4%. Экономический рост России в 2005 г. составил 6,4%, в 2006 г.- 6,7%.45 Необходимо ускорение роста, создание новых производственных мощностей, что возможно только за счет эффективного использования больших инвестиций. Анализ сегодняшней технологической структуры российской экономики показывает наличие ряда перспективных направлений становления нового технологического уклада, в которых мы имеем конкурентные преимущества. Это, прежде всего, наукоемкие отрасли, определяющие современный научно-технический прогресс, которые могут стать локомотивами экономического роста. При нынешнем состоянии российского финансового рынка, характеризующегося высокими процентными ставками и краткосрочной ориентацией кредиторов, рассчитывать на спонтанный приток капитала в перспективные направления роста нового технологического уклада не приходится. В целом, в ходе реформирования экономики, не были созданы необходимые условия, способствующие эффективной реализации инвестиционных возможностей отечественных и зарубежных инвесторов. Из рис. 7 можно увидеть, что за период 1991—2000 гг. снижение инвестиций составило почти 70%.

## Необходимость увеличения государственного вмешательства в обеспечении эффективности фондового рынка

Фондовый рынок, как сложная динамическая система, является весьма неустойчивым, обладает тенденцией колебания от одной крайности к другой, которая со временем может самоусиливаться. Состояние подобных систем характеризуется не только динамическим неравновесием, но иногда система может достигать крайнего неравновесного состояния. Количественные изменения быстро достигают качественного эффекта, и рынок переходит в новое состояние, сопровождаемое катастрофой, которая выражается в биржевом кризисе. Неустойчивое внутреннее состояние системы нуждается в регулировании извне. Применительно к рынку ценных бумаг это выражается в государственном регулировании. Государство не должно стоять в стороне и от процессов инвестирования, и ему отводится роль организатора и регулятора системы инвестиций. Это объясняется тем, что частный национальный капитал, с одной стороны, весьма слаб для того, чтобы самостоятельно создавать необходимые современные средства инфраструктуры рынка ценных бумаг, а с другой, он не склонен сосредотачиваться на решении глобальных проблем, затрагивающих интересы общества в целом.

На сегодняшний день государственное регулирование фондового рынка - наиболее актуальный и надежный способ достижения стабильности на этом сегменте финансового рынка. Таким образом, необходимо повышение роли государства - но не в создании излишней регулятивной инфраструктуры, а в стимулировании его развития и направленности на инвестиции в реальный сектор. Конечный результат работы государственных органов, за который она должна отчитываться, - количество привлеченных через рынок ценных бумаг инвестиций в реальный сектор. При этом нельзя допустить, чтобы восстановление рынка государственных ценных бумаг привело к масштабному отвлечению денежных средств от целей финансирования реального сектора, как это было в 1995 - 98 г.г. Конечный результат работы регулятора не должен ограничиваться только созданием институциональных условий (регулятивная инфраструктура, надзор и принуждение к выполнению правил, раскрытие информации, защита прав собственности, лицензирование, контроль, регулирование, аттестация, приведение в соответствие, наказания). Всё последнее необходимо, но с учетом реального результата от работы регулятора, который измеряется количеством привлеченных в страну и в инвестиции «длинных» денег, объемом рынков, их стабильностью, конкурентоспособностью, справедливым характером. В период глубоких структурных преобразований государство должно играть большую роль в формировании фондового рынка. Опыт 1990-х годов в России показал, что концепция "самоформирования" рынка, которой придерживались государственные органы, регулировавшие рынок ценных бумаг, приводит к огромным значениям рыночного риска, к деформациям организации рынка, к невыполнению рынком своих базовых задач. Единственная возможность придать инвестиционную направленность рынку ценных бумаг связана с активным вмешательством государства в процесс его формирования. Однако, методы прямого административного принуждения участников рынка здесь неприменимы. Мировая практика показала, что рынок ценных бумаг не может развиваться под постоянным давлением. Его специфика состоит в необходимости саморазвития за счет свободной конкуренции негосударственных структур.

Становится очевидным, что необходимо определить стратегические пути направленного стимулирования и развития рынка. Меры воздействия на рынок и степень такого воздействия должны быть научно обоснованы, а возможные реакции рынка спрогнозированы с помощью экономико-математического моделирования. Государственная поддержка должна не заменять собой отсутствующие бизнес-структуры, а стимулировать развитие наиболее прогрессивных форм бизнеса. Игнорирование этого простого принципа каждый раз приводило к масштабным экономическим потрясениям.

Хрестоматийным примером ущербного механизма государственного регулирования в финансовой сфере является так называемая «пирамида ГКО». 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, как оно понимается в мире, состоит из трех частей. Во-первых, это регулирование законами. Во-вторых, сфера деятельности, относящаяся к компетенции саморегулируемых организаций, включая обычаи делового оборота, кодексы корпоративного поведения и т.д. И, в-третьих, это сфера, в которой осуществляется оперативное регулирование органом исполнительной власти».124