Петрашов Станислав Владимирович. Формирование инвестиционного механизма российского фондового рынка : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Ростов н/Д, 2001 180 с. РГБ ОД, 61:02-8/410-0

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Теоретические и методологические основы функционирования инвестиционного механизма фондового рынка 9

1.1. Роль фондового рынка в системе рынка ценных бумаг 9

1.2. Элементы и процессы в структуре инвестиционного механизма фондового рынка 21

1.3. Особенности структуры функций развитых и формирующихся фондовых рынков 32

Глава 2. Реализация инвестиционного механизма российского фондового рынка 47

2.1. Пределы аккумуляции инвестиционных ресурсов институтами фондового рынка 47

2.2. Законодательные ограничения реализации фондовых механизмов финансирования акционерных обществ 58

2.3. Медленное формирование индустриальных условий реализации инвестиционного механизма фондового рынка 80

2.4. Взаимовлияние перераспределительных процессов на фондовом рынке и отраслевой структуры реального сектора российской экономики 105

Глава 3. Совершенствование программ развития российского фондового рынка 114

3.1. Анализ направленности существующих концепций и программ развития рынка ценных бумаг на реализацию инвестиционного механизма фондового рынка 114

3.2. Возможности стимулирования механизма фондового рынка на уровне промышленного эмитента 137

Заключение 151

Библиография 159

Приложение 171

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Важнейшим направлением экономических реформ в Российской Федерации является создание рыночной системы финансирования народного хозяйства. В соответствии с мировым опытом, наряду с системой коммерческих банков для успешного функционирования рыночного хозяйства необходима эффективная система институтов фондового рынка. Последняя должна обеспечить доступ хозяйствующих субъектов к долгосрочному капиталу самых разнообразных групп инвесторов на гораздо более выгодных условиях, чем обращение к кредитным банковским ресурсам и другим внешним источникам финансирования.

Однако институциональные преобразования, тем более в условиях коренной ломки системы материальных й финансовых потоков одновременно во всех секторах экономики, не могут протекать быстро. Для решения общеэкономических проблем не достаточно создания нового института, который станет исходным пунктом для качественной перестройки всей системы финансирования. Фондовый рынок будет постепенно врастать в отечественный хозяйственный механизм. Прошло слишком мало времени, чтобы количественные изменения в его организации и функционировании привели к качественным изменениям. Возможно, современные тенденции развития мирового финансового рынка придадут этому процессу больший динамизм. Поэтому уже сейчас важно понять, каким должен быть механизм эффективного влияния фондового рынка на экономику.

Степень разработанности проблемы. Вопросы организации и функционирования фондового рынка традиционного исследуются зарубежными учеными. Для современной отечественной теории финансов и кредита эти проблемы относительно новы. Однако в течение последних лет развития фондового рынка и корпоративного сектора в России появился ряд глубоких отечественных исследований по данным проблемам: \* признанными зарубежными авторитетами являются: Шарп У.Ф., Алексан-дер Г.Дж., Бэйли Дж.В., Брейли Р.А., Майерс С.К., Маршалл Дж.Ф., Бан-сал В.К., Каломирис Ч.Уи., Рамирез К.Д., Кальво Г.А., Кумар М.С., Левами Р., Зервос С. и др.; наиболее глубокие исследования отечественных ученых по организации зарубежных фондовых рынков и тенденций их развития: Мусатов В.Т., Овчинников В .В., Рубцов Б.Б. и др.; большой вклад в анализ проблем становления фондового рынка в России и развития его инвестиционного механизма внесли: Гаврилов В.В., Воронова Н.С., Есипов В.Е., Миркин ЯМ., Наливайский В.Ю., Торкановский B.C. и др.; институциональные проблемы развития корпоративного сектора и фондового рынка нашли отражения в работах таких авторов, как: Голубков Д., Дементьев В.Е., Радыгин А.Д., Энтов P.M., Данилов Ю.А. и др.

Тем не менее остается неразработанным такой аспект проблемы формирования фондового рынки, как использование его инвестиционного механизма нефинансовыми компаниями в условиях переходной экономики России. Этот факт обусловил выбор предмета и объекта, постановку цели и задач данного исследования.

Предметом данного исследования является система экономических отношений в процессе инвестирования реального сектора российской экономики через фондовый рынок.

Объект исследования — инвестиционный механизм российского фондового рынка как сегмента рынка ценных бумаг.

Цель данного исследования - изучение процесса формирования российского фондового рынка как механизма инвестирования компаний реального сектора для выработки обоснованных предложений по совершенствованию существующих программ развития фондового рынка.

Данная проблема является слабо структурированной в силу того, что отечественный фондовый рынок так и не вышел на траекторию устойчивого развития. В то же время отмеченный недавно десятилетний юбилей реформ в нашей стране, пережитые мировой и внутрироссийский финансовые кризисы уже во многом позволяют отграничить известное о становлении инвестиционного механизма отечественного фондового рынка от неизвестного. Это позволяет на базе локализации неизвестного во времени и пространстве более четко определить круг задач, необходимых для изучения поставленной проблемы и достижения указанной цели.

В процессе исследования были поставлены и решены конкретные задачи: обобщить существующие научные взгляды на место, отводимое ценным бумагам в процессе привлечения капитала в производство; обосновать, что из целого ряда сегментов рынка ценных бумаг основным, интегрирующим сегментом является фондовый рынок; раскрыть содержание понятия "инвестиционный механизм фондового рынка" и выделить способы фондового финансирования акционерных обществ из многообразия операций с корпоративными ценными бумагами; показать, что формирующиеся фондовые рынки в целом выполняют функцию привлечение капитала, во многом характерную для развитых рынков на начальном этапе их становления, однако сложившаяся структура хозяйства вносит серьезные коррективы в этот процесс; выявить основные ограничения привлечения средств индивидуальных и институциональных инвесторов в инструменты фондового рынка; проанализировать эффективность правовой регламентации процесса фондового финансирования акционерных обществ; проанализировать влияние формирования базовых институтов фондового рынка и корпоративных отношений на перспективы расширения финансирования компаний через фондовый рынок; оценить эффективность фондового рынка как механизма межотраслевого перелива капитала; проанализировать направленность существующих концепций и программ развития рынка ценных бумаг на реализацию инвестиционного механизма фондового рынка; оценить возможности стимуляции инвестиционного механизма фондового рынка на уровне крупных и средних предприятий-эмитентов. Теоретической и методологической основой исследования являются поло жения и концепции развития российского рынка ценных бумаг, вобравшие в себя мнения профессиональных участников рынка и государственных органов, регулирующих рынок, научные труды отечественных и зарубежных ученых. Кроме специальной литературы и материалов периодической печати, в ходе ис следования изучались программные документы, выработанные на различных научно-практических конференциях и совещаниях, посвященных проблемам б развития российского рынка ценных бумаг. Особое внимание уделялось нормативным актам, регламентирующим отношения в области функционирования инвестиционного механизма фондового рынка. Большое влияние на формирование методологии исследования оказали результаты работы НИИ Региональной и муниципальной экономики при Ростовском государственном экономическом университете "РИНХ" (НИИРиМЭ) по соответствующей тематике. В качестве информационно-статистической базы использовались данные Госкомстата РФ, материалы Годовых отчетов ФКЦБ России и информационно-аналитические материалы других органов регулирующих рынок ценных бумаг, а также саморегулируемых организаций участников рынка, статистические данные, отраженные в технических публикациях МБРР и МВФ.

Развитие теории российского фондового рынка в области инвестиционного механизма наряду с общими методами научного познания (наблюдение, анализ, синтез, сравнение) настоятельно требует применения системного метода, который был использован в данном исследовании. Главным образом он проявился в определении в системе рынка ценных бумаг места фондового рынка и дальнейшем анализе проблем развития отдельных элементов инвестиционного механизма последнего.

Положения, выносимые на защиту. из целого ряда сегментов рынка ценных бумаг только фондовый рынок реализует его инвестиционное предназначение за счет мобилизации рассредоточенных свободных финансовых ресурсов для решения долгосрочных задач развития производства. Соответственно, для запуска инвестиционного механизма рынка ценных бумаг необходимо стимулирование развития элементов инвестиционного механизма фондового рынка; на настоящий момент отечественный рынок акций, в отличие от рынка корпоративных облигаций, не может являться значимым источником внешнего финансирования корпоративного сектора в силу его неустоявшейся институциональной структуры. Поэтому особое значение приобретает защита прав акционеров и, в первую очередь, прав кредиторов; существующие на настоящий момент сбережения населения и средства, аккумулированные институциональными инвесторами, недостаточны для активизации инвестиционной функции фондового рынка вследствие не- значительности объема сбережений, отсутствия инвестиционно привлекательных финансовых инструментов, вынужденной ориентации институциональных инвесторов на краткосрочные инструменты; по мере формирования национальных крупных корпоративных структур в реальном секторе, стремящихся: быть конкурентоспособными на междуна родных рынках, появятся реальные возможности организации привлечения капитала через фондовый рынок.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в осуществлении автором системного подхода к изучению инвестиционного механизма формирующегося российского фондового рынка и анализе проблем реализации его инвестиционного механизма в специфических условиях отечественной экономики, основанного на раскрытии сущности, функций, обосновании элементной структуры этого механизма. Научная новизна результатов исследования заключается в следующем: выявлены критерии, на основании которых операции с акциями, носящие характер финансирования акционерных обществ, можно отнести к способам финансирования посредством инвестиционного механизма фондового рынка: 1) происходит реальный приток инвестиций в компанию и 2) ценообразование на акции при сделке имеет рыночный характер; определена элементная структура инвестиционного механизма фондового рынка и выявлены процессы его реализации, что позволило определить направления государственного регулирования фондового рынка с целью запуска его инвестиционного механизма; выявлено, что отечественный фондовый рынок вместо организации перелива капитала в отрасли передовых технологических укладов перераспределяет инвестиционные ресурсы в пользу наиболее капиталоемких, хотя на текущий момент инвестиционно привлекательных, отраслей добывающего сектора, тем самым закрепляя неэффективную отраслевую структуру реального сектора российской экономики; разработана система мер по совершенствованию существующих программ развития рынка ценных бумаг в части развития отдельных элементов и реализации инвестиционного механизма фондового рынка в целом.

Практическая значимость результатов. Концептуальные подходы, теоретические обоснования могут быть использованы при подготовке учебных курсов Финансового института б РГЭУ "РИНХ", в научно-исследовательской работе. Некоторые концептуальные положения данного исследования могут быть приняты во внимание при разработке Государственной программы развития рынка ценных бумаг.

Апробация работы. Основные положения, теоретические обобщения и выводы диссертационного исследования нашли отражение при разработке федеральной темы №1.2.96 "Прогнозирование сценариев развития общероссийского фондового рынка в условиях переходного периода" в НИИРиМЭ при РГЭУ "РИНХ". Автор данного диссертационного исследования является соавтором 4-х научных изданий, вышедших по результатам указанного исследования. Отдельные положения диссертационного исследования докладывались на 4-х научно-практических конференциях в г. Ростове-на-Дону (1998-2000гг.), публиковались в ученых записках Финансового института РГЭУ "РИНХ" и НИИРиМЭ (1999-2000гг.). Общий объем указанных работ - 15,4 п.л.

Структура работы: введение, три главы, в том числе 9 параграфов, заключение, библиография, 13 таблиц, 5 схем, одно приложение.

## Роль фондового рынка в системе рынка ценных бумаг

С момента возрождения рынка ценных бумаг в России написано и издано немало монографий, учебных пособий, докторских и кандидатских диссертаций, охватывающих различные аспекты его развития и функционирования. Роль рынка ценных бумаг в современном инвестиционном процессе рыночной экономики стала заметно отличаться от традиционного ее понимания, которое сложилось в конце XIX - начале ХХвв. Тем не менее многие авторы ограничиваются короткими замечаниями о величине его роли, способности оптимизировать общественное производство и т.п. [145, 144] В то же время возникает потребность в уточнении методологических аспектов отечественной теории инвестиционного механизма рынка ценных бумаг. Эта задача частично решена в диссертационных исследованиях, главным образом докторских, [33, 31] и научных трудах. [127-131, 94-102, 46, 103]

В научной литературе устоялось понимание роли рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе в первую очередь как механизма мобилизации сбережений. Так, часть денежных доходов хозяйствующих субъектов превращается в сбережения, на основе которых в будущем будет реализовано отложенное потребление. В то же время у других хозяйствующих субъектов возникает потребность в инвестиционных ресурсах. "Механизм превращения доходов в капитал распадается на механизм сохранения капитала (амортизационный механизм) и инвестиционный механизм (механизм трансформации сбережений в средства производства)". [33; С. 16] Инвестированные сбережения могут в любой момент (по крайней мере к этому стремятся хозяйствующие субъекты) быть изъяты и направлены на потребление. Другая не менее важная роль рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе современного рыночного хозяйства - это поддержание баланса между необходимостью сохранения ликвидности сбережений и необходимостью их капитализации (превращения их в стоимость, приносящую прибавочную стоимость).

Принимая во внимание тот факт, что ранее под сферой прироста стоимости понималось лишь материальное производство, категория "инвестиции" трактовалась исключительно как "капиталовложения". В данном диссертационном исследовании не ставится задача всестороннего исследования политэкономического смысла категории "инвестиции". Поэтому в качестве рабочего термина под инвестициями будут пониматься финансовые вложения для целей стратегического развития производства, немалую часть которых составляют вложения в основной капитал.

В российской экономической литературе на основании различий в объектах инвестирования, почему-то принято принципиально различать реальные инвестиции и финансовые. При этом первые являются материальной основой накопления капитала и экономического роста, а вторые не приносят реального увеличения национального богатства. [166; С.61] Но главной особенностью современного этапа развития экономики как раз и является то, что инвестирование преимущественно осуществляется в финансовые активы. Этот факт не игнорируется, но в то же время не подчеркивается.

## Пределы аккумуляции инвестиционных ресурсов институтами фондового рынка

Процесс трансформации сбережений в инвестиции посредством инвестиционного механизма фондового рынка начинается с аккумуляции рассредоточенных временно свободных финансовых ресурсов. На этом этапе основными действующими элементами инвестиционного механизма выступают "инвестиционные ресурсы" и "финансовые посредники". Необходимо выяснить:

1) какая доля из инвестированных в ценные бумаги средств может быть перераспределена в производственные инвестиции;

2) насколько успешно развиваются финансовые посредники, способные осуществить такое перераспределение.

Сбережения населения. Российские реформы изначально ориентировались не на скудные сбережения населения, практически полностью обесцененные инфляционным всплеском 1992г., а преимущественно на зарубежные источники финансирования. Но по мере развенчания мифа о скором масштабном притоке иностранных инвестиций в литературе больше внимания стало уделяться вопросам внутренних накоплений, в том числе и проблеме вовлечения в оборот сбережений населения. Различные исследователи очень сильно расходятся в оценках размера сбережений населения, однако в целом они считают, что объем этих средств составляет десятки миллиардов долларов, которые сравнительно легко можно трансформировать в инвестиции.

Накануне финансового кризиса 1998г. совокупные накопления населения составляли примерно 450 млрд. рублей, что соответствовало примерно 17% от ВВП. С точки зрения экономики в целом - мизер, если сопоставить с уровнем развитых стран.9 [108; С.11-12] Резко возросший после кризиса рублевый эквивалент валютных сбережений практически полностью был элеменирован четырехкратным обесценением рублевых сбережений и прямыми потерями вследствие банкротства кредитных учреждений. Согласно социологическому исследованию, проведенному Институтом социально-экономических проблем народо 9 Отношение объема финансовых накоплений населения к ВВП на 1996г. составил: в США - 300%; во Франции - 183%; в Германии- 135%; в Японии - 245%. [65] населения по заказу ЦБ РФ в октябре 1996г., уровень сбережений населения существенно дифференцирован: 72,5% общей суммы накоплений сконцентрированы у 5% населения. [167; Xsl.-C.34]

И если основная часть рублевых средств населения в банках до кризиса 1998г. была косвенно вовлечена в "пирамиду" ГКО/ОФЗ через инфраструктуру Сберегательного банка РФ,10 то непосредственные вложения населения в инструменты фондового рынка незначительны. По данным ЦЭА "Интерфакс", в общей сумме рублевых денежных накоплений россиян ко II кв. 2000г. 19,7% приходилось на сбережения в ценных бумагах. Сам же уровень сбережений в структуре расходов населения составлял всего 5,1%. Таким образом, сбережений населения, которые могут быть направлены на инвестиции, совсем немного. "Часто приводимые сегодня цифры частных сбережений это не то, это все откладывается на черный день и в инвестиции никогда не пойдет". [117; С. 15]

## Анализ направленности существующих концепций и программ развития рынка ценных бумаг на реализацию инвестиционного механизма фондового рынка

Под эгидой Национальной фондовой ассоциации (НФА) как самого активного идейного разработчика была проведена масса совещаний и конференций, для работы в которых привлекались профессиональные участники рынка ценных бумаг, эмитенты и их организации, ученые и чиновники ведомств, регулирующих рынок ценных бумаг. Самый крупный вклад внес ЯМ. Миркин,32 чьи разработки, а также материалы Экспертного института РСПП, представляют наибольший интерес в качестве рекомендаций для запуска инвестиционного механизма российского фондового рынка.

Однако, несмотря на столь неоценимый вклад научной и деловой общественности, органы государственного регулирования во многом оставили без внимания их предложения. Более того вызывает недоумение и их принципиальное пренебрежение мнением участников рынка, например, выражающееся в заказе исследования состояния отечественного рынка ценных бумаг английской компании Cadogan Financial.33 Официальным заказчиком этого исследования выступил никому неизвестный негосударственный фонд "Центр развития фондового рынка". В то же время ФКЦБ России предлагает этот документ в качестве официального исследования, проведенного на основании договоренности между Правительством РФ и МБРР, а предложенные рекомендации - как руководство к действию. Участники рынка в лице НФА [109] и Я.М. Миркин [98] дали свои рецензии на это исследование, содержащие массу содержательных замечаний, которые прекрасно прокомментированы и подкреплены опытом регулирования отечественного, а не британского, рынка. Именно поэтому данные рецензии представляют больший интерес для анализа перспектив развития российского рынка ценных бумаг, чем само исследование.

Из представленного выше списка различных документов наиболее комплексным является программа, представленная НФА и ММВБ, которой противопоставляется программа НАУФОР и РТС. Обе программы были рассмотрены в начале лета 2000г. Государственной Думой в рамках обсуждения концепции развития фондового рынка России. По словам В. Тарачева, указанные программы "совпадают на 70%". А вот остальные 30, по видимому, станут предметом оживленных дискуссий. [17; С.4-5] Однако основные расхождения касаются инфраструктуры рынка и степени участия различных финансовых посредников и их ассоциаций в регулировании рынка, что, по нашему мнению не актуально для решения проблем привлечения инвестиций с фондового рынка в реальный сектор.

Объектом данного диссертационного исследования являются проблемы развития инвестиционного механизма фондового рынка. Хотя последний и является центральным сегментом рынка ценных бумаг, лишь очень небольшая часть рекомендаций непосредственно связана с проблемами развития его элементов. Поэтому представляется целесообразным 1) сравнить положения различных документов, касающиеся элементов инвестиционного механизма фондового рынка; 2) проанализировать реалистичность их содержания в рамках ограничений, выявленных в Главе 2 настоящей диссертации; 3) внести собственные предложения по развитию инвестиционного механизма фондового рынка в России.