Мацкайлова, Елена Викторовна Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 Волгоград, 2005

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава I. Фондовый рынок: структура и инфраструктура 12

1.1. Системная характеристика фондового рынка 12

1.2. Экономическая сущность, структура и особенности развития инфраструктуры фондового рынка 28

Глава II. Функционирование элементов инфраструктуры российского фондового рынка 57

2.1. Внутренняя инфраструктура фондового рынка 57

2.2. Внешняя инфраструктура фондового рынка 98

Глава III. Стратегические направления совершенствования инфраструктуры фондового рынка России 114

3.1. Проблемы функционирования инфраструктуры российского фондового рынка 114

3.2. Стратегия и тактика развития инфраструктуры фондового рынка России с учетом влияния мировой финансовой системы 128

Заключение 152

Список использованной литературы 156

Приложения

**Введение к работе**

Структурная перестройка во всех сферах общественного производства в результате рыночной трансформации российской экономики наиболее ярко проявилась в процессе формирования и развития рынка ценных бумаг, который способствует более быстрым темпам ее интеграции в мировое рыночное хозяйство.

Современный российский фондовый рынок характеризуется как крайне спекулятивный, высокорискованный и неэффективный с точки зрения привлечения инвестиционных ресурсов в экономику страны. Одной из основных причин негативных процессов в функционировании национального фондового рынка является отставание уровня развития его инфраструктуры от потребностей как субъектов рынка ценных бумаг, так и реального сектора экономики.

Как показывает мировой опыт, по мере развития рыночных отношений в рамках фондового рынка складывается адекватная ему инфраструктура, которая является его составной и неотъемлемой частью и обеспечивает условия эффективного функционирования и развития рынка ценных бумаг и экономики в целом с помощью различных организационных форм и структур, механизмов и инструментов. Эффективная инфраструктура требует создания единой системы, обеспечивающей полный технологический цикл эмиссии, хранения, обращения и погашения ценных бумаг, обеспечивая ликвидность, безопасность, оперативность и снижение трансакционных издержек операций с ценными бумагами, что предполагает формирование соответствующего качества и количества составляющих элементов фондовой инфраструктуры.

Задача формирования целостной и эффективной фондовой инфраструктуры становится приоритетной для государства и участников рынка ценных бумаг с целью повысить конкурентоспособность национального фондового рынка и создать условия, выгодные отечественным компаниям для осуществления в его рамках операций, противодействуя оттоку основных ликвидных активов с

национального рынка капиталов под иностранную юрисдикцию, вернуть их обращение в пределы внутреннего рынка и укрепить доверие инвесторов. Кроме того, ожидается увеличение спроса на услуги фондовой инфраструктуры в результате развития рынка ипотечных и производных ценных бумаг, что будет способствовать оживлению торговли в различных секторах фондового рынка.

В связи с этим актуально изучение развития инфраструктуры российского фондового рынка, особенностей ее становления и функционирования с целью совершенствования имеющихся элементов на основе выявления проблем их функционирования.

Степень разработанности проблемы. Исследованию процессов формирования и функционирования институтов инфраструктуры российского и мирового фондовых рынков посвящены работы таких авторов, как М. Агарков, Т. Адекенов, Г. Аксенова, М. Алексеев, Б. Алехин, П. Бекаревич, Т. Бердникова, Н. Берзон, Э. Брэдли, А. Буренин, А. Бычков, В. Галанов, Ю. Голицин, М. Грачева, А. Грязнова, А. Домбровский, А. Жинкин, Е. Жуков, П. Золотарев,

A. Иванов, Е. Карликов, Ю. Кафиев, Т. Каячев, Н. Клещев, Р. Корнеева,  
П.Лансков, М. Лауфер, Г. Марголит, А. Мертенс, Н. Мещерова, В. Миловидов,  
Н. Мильчакова, Я. Миркин, Е. Миронов, И. Моряков, В. Наливайский,

B. Овчинников, Л. Павлова, К. Пензин, В. Петров, О. Петрова, А. Попова,

A. Ремнев, Б. Рубцов, Е. Семенкова, Ю. Сизов, В. Солдаткин, Д. Соловьев,  
О. Страхова, А. Суэтин, В. Тарачев, С. Томлянович, А. Трегуб, Р. Тьюлз,  
О. Уваров, Л. Чалдаева, Б. Черкасский, С. Яковлев и др.

Теоретические и методологические аспекты рыночной инфраструктуры с разной степенью полноты рассматривались в работах таких отечественных и зарубежных ученых, как Е. Борисов, К. Виксель, К. Джонс, О. Иншаков,

B. Лившиц, Ф. Кларк, Г. Муфтиев, С. Носова, Д. Норт, П. Розенштейн-Родан,  
П. Самуэльсон, А. Селезнев, А. Сажин, Д. Симоне, Е. Смирнова, О. Уильямсон,  
Р. Шнипер и др.

В процессе разработки авторской концепции формирования инфраструктуры были использованы результаты исследований Е. Мухановой

(теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры), А. Новоселова (проблемы формирования и развития рыночной инфраструктуры региона), Е. Руссковой (методологические аспекты становления рыночной инфраструктуры).

В ходе разработки методологии исследования фондовой инфраструктуры автор опирался на научные труды ученых в области общей теории систем С. Вакцева, А. Дьяченко, В. Карташева, В. Садовского.

В экономической литературе достаточно большое внимание уделяется вопросам становления и развития инфраструктуры российского фондового рынка, но вместе с тем преобладают институциональный и функциональный подходы к анализу инфраструктурной составляющей. Анализ публикаций свидетельствует о том, что чаще всего объектом исследования являются проблемы функционирования отдельных элементов и подсистем фондовой инфраструктуры России. Однако, свойственная российской фондовой инфраструктуре фрагментарность, являющаяся следствием отсутствия системной концепции ее построения, указывает на необходимость комплексного рассмотрения проблем формирования отечественной фондовой инфраструктуры, отсутствие или недостаточное развитие отдельных элементов которой дестабилизирует работу всей системы.

Необходимость и актуальность системного подхода к формированию инфраструктуры национального фондового рынка, теоретическая и практическая значимость решения данной проблемы для развития российской экономики определили выбор темы и направление исследования.

**Цель исследования**заключается в определении стратегии и тактики развития инфраструктуры российского фондового рынка на основе структурного и функционального анализа ее организации с учетом тенденций мировой финансовой системы.

Достижение поставленной цели потребовало решения следующих задач:

- определить системные характеристики фондового рынка и место фондовой инфраструктуры в его организации;

исследовать сущность фондовой инфраструктуры и определить ее состав на основе субъектно-объектного анализа и уровневого подхода;

проанализировать внутреннюю инфраструктуру российского фондового рынка с целью обоснования потенциальных возможностей и приоритетных направлений развития;

рассмотреть внешнюю инфраструктуру отечественного рынка ценных бумаг с точки зрения функционального воздействия на системообразующие элементы фондовой инфраструктуры;

выявить основные проблемы функционирования и развития инфраструктуры российского фондового рынка на основе анализа современного состояния ее элементов;

обосновать направления стратегии и тактику развития российской фондовой инфраструктуры в рамках тенденций мировой финансовой системы.

**Объектом диссертационного исследования**является инфраструктура российского фондового рынка в процессе его развития.

**Предметом диссертационного исследования**стали отношения, возникающие между субъектами фондового рынка в процессе функционирования элементов его инфраструктуры.

**Теоретической и методологической основой**диссертационного исследования послужили теоретические положения и концепции, представленные в работах ведущих отечественных и зарубежных авторов по вопросам формирования и функционирования рынка ценных бумаг. Исследование осуществлялось на основе применения системного подхода, реализованного при помощи исторического, логического, субъектно-объектного и структурно-функционального общенаучных методов, а также приемов научной абстракции, анализа и синтеза, группировки и сравнения.

**Информационной базой**исследования послужили законодательные и нормативные акты Президента и Правительства РФ; программные разработки и отчеты государственных органов власти РФ и саморегулируемых организаций; материалы периодической печати, научных и научно-практических

конференций; официальные статистические данные; отчеты по результатам деятельности институтов фондового рынка; данные официальных сайтов профессиональных участников и регуляторов рынка в информационной сети Интернет, а также материалы заседаний профессионального российского и международного сообщества по отдельным актуальным аспектам развития фондовой инфраструктуры в России.

**Основные положения диссертации, выносимые на защиту:**

1. Исследование рынка ценных бумаг на основе применения системного подхода в аспектах субъектно-объектного, структурного и функционального анализов позволило определить его как систему отношений между субъектами по поводу обращения ценных бумаг, выполняющую целевую функцию перераспределения инвестиционных ресурсов посредством функционирования фондовой инфраструктуры, обеспечивающей устойчивость и целостность рыночной экономики. Структурная классификация системы фондового рынка проведена по следующим критериям: субъектам-эмитентам, объектам, виду торговли, пространственному признаку, участию в воспроизводстве капитала, видам ценных бумаг, сроку обращения объектов.
2. Фондовая инфраструктура представляет собой сложную самоорганизующуюся систему, включающую совокупность учреждений, обслуживающих хозяйствующих субъектов в процессе обращения ценных бумаг, и комплекс технологий, посредством которых обеспечивается функционирование фондового рынка. Инфраструктура фондового рынка включает множество элементов, сгруппированных по функциональному признаку и соответствующих двухуровневой организации: I - внутренняя инфраструктура является системообразующей, создавая условия для обращения ценных бумаг на фондовом рынке и содержит регулятивную, торговую, учетную, расчетно-клиринговую и информационную инфраструктуры; II -внешняя инфраструктура обеспечивает функционирование элементов первого уровня и включает страховую, инновационную и техническую инфраструктуры.

3. Внутренняя инфраструктура российского фондового рынка

сформировалась на основе адаптации современных мировых моделей к национальной экономике под влиянием множества факторов. В процессе формирования рынка ценных бумаг в России были созданы все системообразующие элементы фондовой инфраструктуры. Наиболее завершенными с точки зрения организации и функциональности являются регулятивная инфраструктура, включающая федеральный и региональный уровни и сочетающая государственное регулирование с саморегулированием институтов рынка ценных бумаг, и информационная инфраструктура, предоставляющая практически весь спектр услуг участникам рынка. Торговая, учетная и расчетно-клиринговая инфраструктуры требуют дальнейшего организационного построения, функциональной конкретизации, снижения степени риска, повышения эффективности на основе снижения трансакционных издержек.

1. Элементы внешней инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг развиты неравномерно: инновационная инфраструктура адекватна потребностям современного фондового рынка; техническая - опережает темпы и уровень его развития, создавая конкурентную среду для традиционных и альтернативных участников товарооборота ценных бумаг; страховая - имеет слабый потенциал для обслуживания системообразующих элементов фондовой инфраструктуры вследствие недостаточной емкости российского страхового рынка, высокой стоимости услуг страховых организаций, отсутствия некоторых институтов, свойственных странам с рыночной экономикой.
2. Сложившаяся модель современной фондовой инфраструктуры в России

отстает от потребностей национального рынка ценных бумаг, в связи с чем для

повышения ее эффективности и конкурентоспособности необходимо

качественное развитие всех элементов, предполагающее решение ряда проблем:

*структурных*(фрагментарность, децентрализованность, диспропорции и низкая

конкурентоспособность инфраструктуры); *институциональных*(недостаточная

эффективность государственного регулирования, неравномерность и

непоследовательность нормативно-правовой базы); *функциональных*(низкая

эффективность системы учета, зависимость и злоупотребления регистраторов, недостаточная капитализация расчетно-клиринговой инфраструктуры, отсутствие общерыночных стандартов и технологий обмена информацией); *макроэкономических*(небольшие обороты рынка и недостаток фондовых инструментов, неадекватная инвестиционным целям макроэкономическая политика) и *политических*(высокие политические риски).

6. Системное развитие инфраструктуры фондового рынка в России включает стратегические цели и соответствующие тактические задачи: 1) повышение конкурентоспособности системообразующих инфраструктурных элементов путем формирования системы защиты прав инвесторов, централизации учетной и расчетно-клиринговой инфраструктур, концентрации и консолидации биржевой деятельности, стандартизации и унификации норм, правил и процедур; 2) оптимизацию деятельности инфраструктурных организаций на основе совершенствования системы регулирования, коммерциализации фондовых бирж, демонополизации деятельности отдельных институтов; 3) формирование целостной и эффективной региональной инфраструктуры в процессе создания необходимых фондовых институтов и экономического стимулирования предприятий, осуществляющих привлечение инвестиций на региональном рынке ценных бумаг.

**Научная новизна полученных результатов**исследования заключается в следующем:

уточнено определение фондовой инфраструктуры как сложной самоорганизующейся системы, включающей совокупность учреждений, обслуживающих хозяйствующих субъектов в процессе обращения ценных бумаг, и комплекс технологий, посредством которых обеспечивается функционирование фондового рынка;

- выявлено, что тенденция разноскоростного развития отечественной фондовой инфраструктуры в процессе революционного создания соответствует мировой тенденции ее эволюционного формирования, согласно которой на этапе становления фондового рынка происходит догоняющее, а по мере расширения

оборота и спектра ценных бумаг - опережающее развитие фондовой инфраструктуры;

обосновано выделение двух уровней в системе фондовой инфраструктуры по функциональному критерию: I — внутренняя (системообразующая) инфраструктура, создающая условия для обращения ценных бумаг на фондовом рынке; II - внешняя (вспомогательная) инфраструктура, обеспечивающая деятельность элементов инфраструктуры первого уровня и дополнен состав ее элементов, включающий наряду с общепринятыми: регулятивной, торговой, учетной и расчетно-клиринговой инфраструктурой, также информационную, инновационную, страховую и техническую инфраструктуры;

выявлены и систематизированы основные проблемы функционирования и развития инфраструктуры российского фондового рынка: структурные, институциональные, функциональные, макроэкономические и политические на основе анализа современного состояния ее элементов;

обоснована тактика развития фондовой инфраструктуры в России, соответствующая основным направлениям стратегии, которая включает повышение конкурентоспособности внутренней инфраструктуры, оптимизацию деятельности инфраструктурных организаций и формирование целостной и эффективной региональной инфраструктуры.

**Теоретическая и практическая значимость исследования.**Теоретическая значимость работы заключается в уточнении понятия фондовой инфраструктуры, конкретизации и дополнения состава ее элементов. Указанные положения развивают основы теории рынка ценных бумаг и рыночной инфраструктуры, дополняют предметную область исследования аспектов функционирования инфраструктурных элементов.

Практическая значимость работы состоит в обосновании направлений стратегии и тактики развития отечественной фондовой инфраструктуры, которые могут быть использованы регуляторами рынка при разработке механизма оптимизации существующей инфраструктурной модели и целевых программ формирования и совершенствования региональных фондовых рынков.

Отдельные положения диссертации могут быть использованы в качестве учебного материала при чтении курсов «Рынок ценных бумаг», «Биржевое дело», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», включающих разделы по вопросам функционирования инфраструктуры фондового рынка в России.

**Апробация результатов исследования.**Отдельные положения и выводы диссертационного исследования прошли апробацию на Научных сессиях Волгоградского государственного университета (16-23 апреля 2001 года и 19-25 апреля 2004 года), IX межвузовской конференции студентов и молодых ученых г. Волгограда и Волгоградской области (г. Волгоград, 9-12 ноября 2004 года), Межвузовской научной студенческой конференции - «Молодежь и экономика: новые идеи и решения» (г. Волгоград, 24-26 мая 2005 года).

**Публикации.**По теме диссертации опубликовано четыре работы общим объемом 4,6 п.л., в том числе авторских - 2,6 п.л.

**Структура работы**обусловлена целью и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и 19 приложений.

## Системная характеристика фондового рынка

В процессе происходящих в России рыночных преобразований сформировался рынок ценных бумаг (фондовый рынок), эффективность функционирования которого зависит от уровня развития и качества всех его элементов, в том числе инфраструктуры.

Представляется весьма плодотворным использование системного подхода в целях обобщения и систематизирования знания о фондовом рынке, позволяющего построить целостную, системную картину изучаемого объекта.

Системный характер фондового рынка в современных условиях не вызывает сомнений, что проявилось в распространенном определении рынка ценных бумаг, который «...представляет сложную организационно-экономическую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов».1

Фондовый рынок представляет собой, с одной стороны, совокупность экономических отношений между участниками рынка по поводу выпуска и обращения специфического товара - ценных бумаг, а с другой — специфическую организацию и взаимодействие элементов системы фондового рынка, (как производительных сил и производственных отношений).

Такое двоякое толкование обусловлено самим понятием системы, которая определяется и как совокупность элементов, взаимосвязанных между собой, и как совокупность отношений (взаимодействий) этих элементов. Одно определение, таким образом, делает акцент на «множестве элементов» и дается с позиций структуры системы, а другое - акцентирует внимание именно на взаимодействии и дается с позиции механизма функционирования системы.

Целевая функция рынка ценных бумаг заключается в следующем: функционируя в рамках замкнутого цикла: сбережения - инвестиции — экономический рост — сбережения, механизм системы фондового рынка посредством ее элементов (субъектов и объектов) обеспечивает перераспределение инвестиционных ресурсов, максимальную эффективность использования инвестиционного капитала и формирование оптимальной, с точки зрения рыночного спроса, структуры общественного производства.

К специфическим функциям механизма фондового рынка, характеризующим его роль в экономической системе, можно отнести: межотраслевое перераспределение денежных средств, финансирование дефицита государственного бюджета, страхование ценовых и финансовых рисков.

В результате системного анализа фондового рынка были определены его основные элементы и иерархия.

В системе фондового рынка присутствуют два типа основных элементов: первый - объекты рыночных отношений (различные виды ценных бумаг), и второй - субъекты (эмитенты, инвесторы, финансовые посредники, институты инфраструктуры).

## Внутренняя инфраструктура фондового рынка

Необходимым условием развития российского рынка ценных бумаг стало формирование внутренней фондовой инфраструктуры: регулятивной, торговой, учетной, расчетно-клиринговой и информационной, формирование которой происходило под влиянием множества факторов, в том числе политических, экономических, исторических и социальных, на базе имеющегося мирового опыта, зачастую проходившего адаптацию к российским условиям методом проб и ошибок.

Регулятивная инфраструктура современного российского фондового рынка сформировалась под влиянием англо-американской модели регулирования фондового рынка, базирующейся на рестрикционном подходе к государственному регулированию, с опорой на саморегулируемые организации.

Процесс формирования регулятивной инфраструктуры российского фондового рынка условно можно разбить на три этапа, каждому из которых присущи свои характерные особенности.

На этапе становления (1992-1996гг.) закладывались основы современной системы регулирования: формировалась ее структура, образовывались недостающие элементы, отлаживались регулятивные механизмы, функции и процедуры. Сформированная в этот период система государственного регулирования отличалась рассредоточением регулирующих функций между несколькими органами исполнительной власти: Министерство финансов отвечало за регулирование и контроль деятельности небанковских инвестиционных институтов, Центробанк контролировал и регламентировал деятельность коммерческих банков на рынке ценных бумаг, Госкомимущество РФ осуществлял надзор за деятельностью чековых инвестиционных фондов. Активное участие в регулировании фондового рынка принимали также: Российский фонд федерального имущества (РФФИ), Госкомитет по антимонопольной политике РФ (ГКАП), Министерство экономики, Федеральную комиссию по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России) , роль которой до 1996г. ограничивалась только консультативными функциями.

Несмотря на наличие множества институтов на разных этапах регулирующих и контролирующих функционирование фондового рынка (см. таблицу 2.1.1.), отличительной чертой этого периода была дерегуляция рынка, что проявлялось в ограниченном наборе средств и объемов государственного регулирования, как в силу объективных причин исторически ограниченного срока существования фондового рынка, так и в результате проводимой политики экономического невмешательства государства и максимальной ориентации рынка на спонтанное саморегулирование.

## Проблемы функционирования инфраструктуры российского фондового рынка

Как любая развивающаяся система, инфраструктура российского фондового рынка сталкивается в процессе своего развития с целым рядом объективных проблем, от решения которых напрямую зависит конкурентоспособность и эффективность рынка ценных бумаг.

Проведенный анализ современного состояния отечественной фондовой инфраструктуры позволил выявить наиболее существенные проблемы ее функционирования и развития: структурные, функциональные, институциональные, макроэкономические и политические, решение которых в рамках предложенной автором стратегии и тактики развития сложившейся инфраструктурной модели будет направлено на ее совершенствование на основе имеющегося мирового опыта и с учетом российских условий.

К основным структурным проблемам относятся: фрагментарность, децентрализованностъ, низкая конкурентоспособность инфраструктуры, диспропорции институциональной и региональной инфраструктуры.

Фрагментарность и децентрализованностъ фондовой инфраструктуры. Инфраструктура отечественного фондового рынка отличается фрагментарностью (наличием барьеров во взаимодействии между ее элементами и подсистемами, что приводит к появлению диспропорций, нарушающих принцип единства и целостности системы и ее подчиненности единой цели обеспечению условий функционирования рынка). Фрагментарность характеризует фондовую инфраструктуру как полицентричную, включающую несколько разрозненных торговых систем, несколько групп профессиональных участников, несколько расчетных депозитариев и клиринговых организаций (согласно принадлежности к той или иной торговой площадке), что приводит к формированию самостоятельных фондовых центров «очагов цивилизации». Существование барьеров для взаимодействия между элементами отечественной фондовой инфраструктуры проявляется как в «вертикальном» (между инфраструктурными элементами), так и «горизонтальном» (между организациями внутри каждого вида элементов). Так, например, существующая на российском фондовом рынке система клиринга и расчетов по сделкам представляет собой фрагментарный набор локальных расчетно - клиринговых институтов, тенденция для объединения которых имеет объективную основу и отражает потребности дальнейшего развития фондовой инфраструктуры в России.

Отставание в развитии и низкая конкурентоспособность национальной инфраструктуры фондового рынка являются сдерживающими факторами для дальнейшего наращивания инвестиций финансового сектора в экономику и несут в себе угрозу утраты Россией национального рынка капиталов, имеющего и без того малый оборот.

Внешне эти проблемы проявляются в том, что крупнейшие российские компании не рассматривают национальный финансовый рынок как основной источник привлечения инвестиционных ресурсов, а многие средние компании не получили к нему доступ. По-прежнему, основным источником инвестиций российских компаний остаются либо собственные средства, либо займы и первичные размещения акций на зарубежных финансовых рынках, куда уходит основная доля свободно обращающихся ликвидных акций.