Миркин Яков Моисеевич. Российский рынок ценных бумаг (Влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития) : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 575 c. РГБ ОД, 71:04-8/62-2

**Содержание к диссертации**

Введение

1. Развитие фондового рынка: теоретический и фактологический базис исследования 18

1.1. Ключевые концепции рынка ценных бумаг и фундаментальные факторы, определяющие его развитие 18

1.2. Количественные параметры рынка как объекта исследования 69

1.3. Внешние факторы, воздействующие на российский фондовый рынок 109

2. Внутренние фундаментальные факторы, формирующие рынок ценных бумаг 145

2.1. Политический, экономический и социокультурный выбор общества: воздействие на фондовый рынок 145

2.1.1. Типы современных обществ и сценарии развития рынка ценных бумаг 145

2.1.2. Традиционные ценности населения и фондовый рынок 161

2.1.3. Модели рыночной экономики и структура собственности:как они определяют структуру фондового рынка 174

2.1.4. Смешанные экономики переходных и развивающихся стран модели фондовых рынков: 189

2.2. Отраслевые и макрофинансовые факторы формирования фондового рынка- 194

2.2.1. Воздействие на фондовый рынок финансовой и отраслевой структуры хозяйства- 194

2.2.2. Макрофинансовая политика государства и кризис рынка ценных бумаг 1998 года: причинно — следственные связи 219

2.3. Внутренние проблемы организации и важнейшие диспропорции фондового рынка России 233

3. Российский рынок ценных бумаг в кратко- и среднесрочной перепективе: воздействие фундаментальных факторов 275

3.1. Прогнозная модель российского фондового рынка 275

3.2. Дискуссионные идеи и концепции, предлагаемые российскому рынку 308

4. Отечественный рынок ценных бумаг: приоритеты и механизм развития 345

4.1. Реструктурирование системы регулирования рынка ценных бумаг- 345

4.1.1. Приоритеты регулятора фондового рынка и организационные аспекты- 345

4.1.2. Взаимодействие финансовых регуляторов на рынке ценных бумаг 361

4.1.3. Уроки кризиса: оперативные действия в период кризиса и методы предупреждения будущих кризисов 363

4.2. Долгосрочная политика государства: общеэкономические уеловия обращения и предложение ценных бумаг- 372

4.2.1. Макрофинансовая политика государства и воздействие на объем структуру и качественные характеристики фондового рынка, 373

4.2.2. Защита инвесторов и создание справедливого, эффективного и прозрачного рынка- 387

4.2.3. Расширение предложения ценных бумаг 392

4.3. Институциональные аспекты долгосрочной политики государства на фондовом рынке- 401

4.3.1. Реструктурирование отрасли ценных бумаг и изменение операционной структуры- 401

4.3.2. Развитие рынков и организаторов торговли 408

4.3.3. Содействие эмитентам в привлечении инвестиций на фондовом рынке 447

4.3.4. Стимулирование спроса инвесторов на ценные бумаги 454

4.4. Конкурентоспособность фондового рынка: система мер, содействующих ее повышению- 465

Заключение 485

Приложения 490

Литература 561

**Введение к работе**

Рынки ценных бумаг являются одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулирования роста производства. Вместе с тем мировые рынки ценных бумаг, как показывает опыт многих десятилетий, могут быть источниками масштабной финансовой нестабильности, макроэкономических рисков и социальных потрясений. Особенно проблемными являются формирующиеся фондовые рынки, к числу которых принадлежит российский, являвшийся в 90-е годы при незначительных масштабах одним из самых рискованных фондовых рынков мира.

Воссозданный в начале 90-х годов после многолетнего перерыва, российский рынок ценных бумаг не выполнил в прошлое десятилетие свою основную функцию - перераспределение денежных ресурсов в реальный сектор на покрытие потребностей в инвестициях, формирование рыночной оценки бизнеса. Вместо этого сформировался очень небольшой, спекулятивный, с высокой долей иностранных краткосрочных инвесторов рынок, который был сверхконцентрирован в Москве и охватывал обращение ограниченной группы ценных бумаг. Свободное движение капиталов (либерализация иностранных инвестиций на рынке государственных ценных бумаг и преобладание оффшорных расчетов на рынке акций) при искусственно завышенной доходности финансовых активов и закрепленном валютном курсе рубля создавали широкие возможности для спекулятивных разогревов рынка и последующих крупных его падений. Олигополистическая структура рынка, его информационные асимметрии, сверхконцентрация на нескольких ценных бумагах определяли неизбежность манипулирования ценами. Рынок корпоративных ценных бумаг был в основном отделен от внутренних инвесторов, его движение определялось внешними рынками и спросом спекулятивных иностранных инвесторов.

Следствием указанных и многих других проблем российского фондового рынка стал финансовый кризис 1997 - 1998 гг., который фактически разрушил отрасль ценных бумаг и поставил вопрос о новой, более результативной стратегии развития рынка ценных бумаг в России. Вместе с тем в 1999 - 2001 гг.

были сделаны лишь ограниченные попытки государства и большей части профессионального сообщества понять уроки кризиса, оценить его фундаментальные причины, создать политику, которая обеспечила бы позитивное развитие финансового сектора, прежде всего, рынка ценных бумаг. Российский рынок акций восстанавливается в прежнем - рискованном, не связанном с инвестициями - качестве.

В этой связи актуальной научной проблемой, имеющей важное макроэкономическое значение, является создание долгосрочной стратегии развития российского рынка ценных бумаг на основе теоретического исследования фундаментальных факторов, влияющих на фондовые рынки и их конкурентоспособность, объективного анализа итогов формирования отрасли ценных бумаг в России в 90-е годы, оценки международного опыта развития рынков ценных бумаг и проведения государствами макроэкономических стратегий в этой области.

Степень разработанности проблемы. Большинство публикаций, относящихся к об-ласти фондового рынка, появившихся в последнее десятилетие, имеет микроэкономический характер, либо рассматривает зарубежные рынки ценных бумаг, отдельные аспекты становления этого рынка в России. Значительное место этим вопросам уделено в монографиях и статьях 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), Ф.И.Ерешко (финансовый инжиниринг), 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, проблемы инвестиций в ценные бумаги) и др. Сохраняют значение

фундаментальные исследования, осуществленные в XX веке М.И.Боголеповым, Э.Я.Брегелем, И.А.Трахтенбергом, Л.Н.Яснопольским.

Зарубежные исследования в большинстве случаев не содержат комплексного исследования проблем развития фондовых рынков и макроэкономических стратегий в этой области, останавливаясь на отдельных аспектах таких стратегий, группах проблем или особенностях отдельных рынков. Наиболее глубокие исследования в рассматриваемой области и обширная база данных были сосредоточены в 90-е годы в группе Всемирного банка (World Bank), Международного валютного фонда (IMF), Банка международных расчетов (BIS), в таких профессиональных ассоциациях, как Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Всемирная федерация бирж (WFE), во вновь созданных после кризиса конца 90-х годов международных структурах, решающих задачу создания новой мировой финансовой архитектуры. Известны публикации Р.Вишны, С.Дианкова, Ш.Каломириса, Ш.Киндельбергера, А.Левита, Р.Ла Порта, Р.Левин, Ф.Мишкина, Р. фон Розена, Дж.Сороса, Б.Тэйлора, П.Фишера, А.Шляйфера (взаимосвязь развития фондового рынка и экономического роста, структура собственности как фактор, определяющий модель рыночной экономики, причины и методы предупреждения финансовых кризисов, политика развития национальных фондовых рынков).

По-прежнему важен поиск теоретических обобщений в области рынка ценных бумаг, которые бы, используя категориальный аппарат, разработанный отечественной наукой о финансах и кредите, были бы обращены в значимой мере к результатам, накопленным зарубежными школами в многолетних исследованиях развитых фондовых рынков. Финансовым и научным сообществом во многом не подведены итоги развития рынка ценных бумаг России в последнее десятилетие, отсутствует его макроэкономический анализ в сравнении с другими формирующимися рынками, который бы относился не к отдельным аспектам функционирования рынка, но к фондовому рынку как целостному явлению. Из прошлого не в полной мере извлечены уроки, которые бы снизили риски рынка в будущем.

Вместе с тем по-прежнему остается открытым вопрос о выявлении и анализе комплекса фундаментальных факторов, определяющих сценарии

развития формирующихся рынков ценных бумаг и связанных с экономическим и политическим выбором общества, моделями рыночных экономик, традиционными ценностями населения, динамикой цен на ресурсы, длительными экономическими циклами и др. В существенной мере незаполненным остается пространство для исследований на макроэкономическом уровне фондового рынка, созданного в 90-е годы в России, его модели, сложившейся роли и объективных черт как механизма перераспределения денежных ресурсов. В литературе отсутствует анализ уроков финансового кризиса 1997-98 гг. как основы комплекса мер по реструктурированию фондового рынка, необходимых для предупреждения будущих кризисов.

Отечественной наукой не решена задача прогноза структуры и динамики рынка ценных бумаг, основанного на исследовании воздействующих на него фундаментальных факторов и сложившейся модели рынка. Не дан ответ и на вопрос о долгосрочной макроэкономической политике, ее приоритетах и механизме ее реализации, обеспечивающих устойчивое развитие рынка ценных бумаг, снижение его рисков, рост доли ресурсов, перераспределяемых через этот рынок на цели инвестиций в реальный сектор.

Проблемной остается роль государства на рынке ценных бумаг, его деятельность на рынке нуждается в расширенном реструктурировании (наравне с рынком ценных бумаг как системой). Анализ конкурентной среды, в которой действует российский фондовый рынок, осуществляется в ограниченном объеме, не рассматриваются возможности роста его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками за счет осуществления программы специальных мер, направленных на решение этой задачи.

Все это определяет актуальность и направления диссертационного исследования.

Цель и задачи исследования. Целью исследования является разработка концепции развития российского рынка ценных бумаг на основе анализа его современного состояния, определения воздействующих на него фундаментальных факторов и обусловленных ими причинно-следственных связей, обоснования модели рынка, среднесрочного прогноза его структуры и динамики, выявления

приоритетов и перспективного механизма развития российского рынка ценных бумаг в контексте макроэкономической политики государства.

Для достижения этой цели поставлены следующие задачи:

-развить теоретические взгляды на сущность ценных бумаг и формы ее проявления во взаимосвязи с движением периодически высвобождаемой из оборота стоимости; на этой основе определить на теоретическом уровне и фактологически обосновать систему внешних и внутренних фундаментальных факторов, ключевых причинно-следственных связей, формирующих модель, структуру и динамику развития рынков ценных бумаг, их способность к перераспределению стоимостных ресурсов; осуществить анализ влияния таких факторов, как структура собственности, роль государства в экономике, длинные экономические циклы, цены на нефть, взаимосвязь с другими рынками, финансовая и отраслевая структура хозяйства и другие;

-дать макроэкономическую характеристику российского рынка ценных бумаг в сравнении с другими развитыми и формирующимися рынками, осуществить анализ итогов его развития и выявить особенности действия на нем фундаментальных факторов и важнейшие проблемы рынка;

-на этой основе определить прогнозную модель российского рынка ценных бумаг, объективно складывающуюся под воздействием фундаментальных факторов и современного состояния рынка ценных бумаг, отражающего итоги его развития с начала 90-х годов;

-оценить концепции, предлагаемые для реструктурирования российского рынка ценных бумаг, с позиций их соответствия модели рынка, экономической ситуации и конечного эффекта, который вызовет их внедрение;

-определить среднесрочные приоритеты развития российского рынка ценных бумаг, связанные с повышением его роли как механизма перераспределения инвестиций в реальный сектор, снижением рисков, обеспечением честности и справедливости ценообразования, ростом операционной способности;

-исследовать сложившуюся роль государства на российском фондовом рынке и обосновать изменения в его политике и методах регулирования, направленные на более активное содействие в развитии рынка ценных бумаг и в выполнении его макроэкономических функций; -выявить связанные параметры политики государства в денежно-кредитной и финансовой сферах, в области движения капиталов и рынка ценных бумаг, при которых нарушается устойчивость рынка ценных бумаг и других секторов финансового рынка, и на этой основе предложить меры, ограничивающие системный риск и предупреждающие финансовые кризисы;

-разработать комплекс мер по реструктурированию рынка ценных бумаг, снижению его рисков и развитию операционной способности, учитывающих международный опыт и охватывающих основные категории участников рынка, торговых систем и финансовых инструментов;

-осуществить анализ конкурентной среды, в которой функционирует российский рынок ценных бумаг, и на этой основе предложить решения макроэкономического и отраслевого значения, которые обеспечивали бы рост его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования в работе выступает российский рынок ценных бумаг, рассматриваемый в сопоставлении с зарубежными развитыми и формирующимися фондовыми рынками, на основе анализа воздействующих на него фундаментальных факторов. Предметом исследования служат причинно - следственные связи и тенденции, определяющие развитие российского рынка ценных бумаг, а также механизм его перехода в более зрелую фазу, позволяющую обеспечить привлечение инвестиций в реальный сектор, снижение рисков, лежащих на рынке, и рост его конкурентоспособности.

Методология и методика исследования. Методологической базой исследования являются диалектическая теория развития, фундаментальные положения экономической теории (марксистская традиция, институционализм, теория социального рыночного хозяйства), включающие анализ и теоретическое обобщение сущности, функций, роли и процессов функционирования кредита, фиктивного капитала, финансовых рынков. Использован категориальный аппарат, развитый отечественной научной школой в области кредита и банков. Исследование основывалось на методологии системного анализа, дающей возможности раскрыть структуру и причинно-следственные связи внутри сложных социально-экономических систем, сформировать их модели, осуществить прогноз их развития и сформировать стратегии позитивных изменений. Широко исполь зовались сравнительный анализ, метод аналогий, статистическая обработка массивов эмпирических данных для выявления причинно-следственных связей и тенденций в развитии фондовых рынков, экстраполяция тенденций, экспертный анализ.

Логика диссертационной работы заключается в том, чтобы исходя из сущностного анализа ценных бумаг и рынка, на котором совершается их обращение, основываясь на исследовании состояния российского фондового рынка в сравнении со значительной группой развитых и формирующихся рынков, определить систему фундаментальных факторов, формирующих модель и динамику развития рынка ценных бумаг России; раскрыть причинно-следственные связи, лежащие в основе их воздействия; на этой основе разработать среднесрочный прогноз развития российского фондового рынка (определение его модели, объективных черт и макроэкономических параметров); исходя из прогноза предложить концепцию развития указанного рынка, включающую комплекс мер, направленных на рост инвестиционного потенциала рынка, снижение его рисков и укрепление конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками.

Информационная база исследования. Для исследования внутренних аспектов организации российского рынка ценных бумаг использованы базы данных Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы (РТС), Национальной ассоциации участников фондового рынка, Банка России, ФКЦБ России, Регионального отделения ФКЦБ по Центральному федеральному округу, Минфина РФ, Госкомстата РФ, данные полевых исследований структуры собственности и другие.

Исследование российского рынка в международном контексте основано на анализе информации из баз данных Всемирного банка, Всемирной федерации бирж, Банка международных расчетов, Международной ассоциации комиссий по ценным бумагам, ОЭСР, Международной финансовой корпорации, Комиссии по ценным бумагам и биржам США и других национальных регуляторов, Франкфуртской, Нью-Йоркской, Лондонской и других фондовых бирж, Национального бюро экономических исследований (США), Standard&Poor s, Morgan Stanley Capital International, Bank of New York и др. Исследование выполнено в рамках п. 4.1. «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 4.2. «Модели функционирования рынка ценных бумаг», п. 4.3 «Институциональные преобразования рынка ценных бумаг и проблемы деятельности его институтов», п. 4.6. «Государственное регулирование фондового рынка», п. 4.10. «Развитие теоретических и практических основ биржевой политики и биржевой торговли» раздела 4 «Формирование и развитие рынка ценных бумаг» Паспорта специальности 08.00.10 - «Финансы, денежное обращение и кредит».

Научная новизна результатов исследования состоит в теоретическом обосновании системы фундаментальных факторов, воздействующих на российский рынок ценных бумаг, в раскрытии на объемном фактологическом материале причинно-следственных связей между факторами и состоянием и динамикой развития фондового рынка, в разработке на этой основе прогнозной модели российского рынка ценных бумаг, в формировании, основываясь на прогнозной модели, концепции развития этого рынка как системы мер, охватывающей его важнейшие институты, процессы и инструменты.

Раскрыты особенности и фундаментальные свойства ценных бумаг как формы, опосредствующей движение периодически высвобождаемой из оборота стоимости. Определены линии связи теоретических разработок в области кредита, осуществленных отечественной экономической школой, и исследований сущности и форм ее проявлений в предметной области ценных бумаг, фондового рынка, фиктивного капитала. Дана сущностная характеристика рынка ценных бумаг во взаимосвязи с его функциями. Определена, теоретически обоснована и подтверждена исследованиями практики система фундаментальных факторов, воздействующих на способность рынка ценных бумаг к перераспределению денежных ресурсов.

Осуществлен расчет макроэкономических параметров российского рынка ценных бумаг, проведена их аналитическая интерпретация в сопоставлении с большой группой развитых и формирующихся рынков и на этой основе дана системная характеристика таких проблем и диспропорций рынка, как невыполнение основных функций, одна из самых высоких в мире волатильность, фрагментарность, олигополия, спекулятивный характер инвесторов, региональная сверхконцентрация, низкая операционная способность, зависимость от внешних факторов и другие.

Определена система наиболее значимых внешних и внутренних фундаментальных факторов, формирующих модель и динамику развития российского рынка ценных бумаг в качестве одного из формирующихся рынков. Показана зависимость российского и других рынков от мировых длинных экономических циклов, среднесрочных колебаний цен на нефть, от крупных рынков, находящихся в кризисном состоянии. Раскрыт механизм воздействия на модель и динамику рынков ценных бумаг, включая российский рынок, таких фундаментальных факторов, как структура собственности, политический и социально-экономический выбор общества, традиционные ценности населения, финансовая и отраслевая структура экономики (степень насыщенности ее денежными ресурсами, использование государством внутренних денежных ресурсов, рост цен, денежная и финансовая политика государства и др.).

На этой основе разработан прогноз развития российского рынка ценных бумаг на перспективу, включающий определение его модели, объективных черт и макроэкономических параметров, формирующихся под влиянием накопленных диспропорций в организации рынка, под воздействием структуры собственности в России, политического и социально-экономического выбора общества и других фундаментальных факторов. Доказана неправомерность реструктурирования рынка ценных бумаг на основе дискуссионных концепций мегаре-гулятора и разделения инвестиционного и коммерческого банковского дела.

Исследование современного состояния фондового рынка, факторов, на него воздействующих, и формирование прогнозной модели рынка дали возможность разработать концепцию развития российского рынка ценных бумаг, включающую приоритеты и механизм развития рынка, а именно - комплекс мер, обеспечивающих повышение роли рынка в инвестициях в реальный сектор, снижение рисков, обеспечение честности и справедливости ценообразования, рост операционной способности рынка. В частности, предложена концепция «новой роли» государства на отечественном рынке ценных бумаг и определена программа действий со стороны государства и ведомств, представляющих его интересы, направленная на содействие развитию и на реструктурирование фондового рынка, снижение излишней регулятивной нагрузки, предупреждение и ослабление финансовых кризисов.

В рамках концепции развития российского рынка ценных бумаг предложена система мер по реструктурированию брокерско-дилерских компаний, по диверсификации предложения ценных бумаг, созданию новых сегментов рынка, изменению архитектуры торговых систем, по выводу предприятий на рынок и работе с эмитентами, по диверсификации акционерной собственности как основы ликвидного рынка, по налоговому стимулированию денежного спроса на корпоративные ценные бумаги, по дополнительной защите инвесторов от нарушений честности и справедливости механизма ценообразования.

В целях укрепления конкурентоспособности российского рынка ценных бумаг предложена концепция формирования нового регионального финансового центра ("Финансовая площадка Россия"), основанная на создании семейства специализированных рынков для международных финансовых операций, способных привлекать для обращения финансовые активы стран СНГ, Балтии, Центральной и Восточной Европы, а также других стран.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в том, что результаты исследования, относящиеся к развитию теоретических концепций рынка ценных бумаг, к обоснованию системы воздействующих на него фундаментальных факторов, к разработке сценарных прогнозов и системы среднесрочных мер по развитию рынка, могут широко применяться Государственной думой РФ, органами исполнительной власти, регулирующими рынок ценных бумаг (ФКЦБ России, Банком России, Министерством финансов РФ и др.), саморегулируемыми организациями (Национальной фондовой ассоциацией и др.), торговыми системами (ММВБ и РТС) и другими инфраструктурными институтами рынка, коммерческими банками и брокерско-дилерскими компаниями в их деятельности по расширению инвестиционного потенциала российского фондового рынка и снижению его рисков. Результаты исследования могут быть использованы в программах высшего и дополнительного профессионального образования - для разработки стандартов и иного методического обеспечения в рамках Учебно-методического объединения вузов по специальностям 060400 «Финансы и кредит», 060500 «Бухгалтерский учет, анализ и аудит», 060600 «Мировая экономика»; для преподавания в вузах учебных дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг», «Рынки ценных бумаг зарубежных стран», «Государство на рынке ценных бумаг».

Самостоятельную практическую ценность имеют рекомендации автора по:

приложению результатов исследования (выявленные тенденции, причинно-следственные связи и прогнозные сценарии в системе фундаментальных факторов, воздействующих на российский рынок ценных бумаг) к разработке государством и профессиональным сообществом стратегии развития фондового рынка, к регулированию его рисков и устойчивости;

изменению политики государства на рынке ценных бумаг и методов регулирования с тем, чтобы обеспечить более активную роль государства в развитии рынка и снижении излишней регулятивной нагрузки на рынок;

взаимной увязке денежной, финансовой, валютной, процентной политики государства в границах, обеспечивающих стимулирование экономического роста и устойчивое развитие рынка ценных бумаг, рост его способности к перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций в реальный сектор;

введению долгосрочного программирования развития фондового рынка; реализации комплекса организационных мер, обеспечивающих подотчетность и взаимодействие финансовых регуляторов при выработке финансовой, денежно-кредитной политики и политики на рынке ценных бумаг;

созданию постоянно действующей системы мониторинга, направленной на предупреждение финансовых кризисов, и программ совместных действий финансовых регуляторов в периоды чрезвычайных ситуаций;

реструктурированию отрасли ценных бумаг и изменению ее операционной структуры; по развитию торговых систем (в части реорганизации биржевой сети, структуры собственности в этой области, коммерциализации организаторов торговли, развития новых рынков и альтернативных торговых систем, усиления розничного характера рынков и др.);

реализации системы мер, стимулирующих рост спроса и предложения на рынке ценных бумаг (налоговому стимулированию спроса на ценные бумаги, диверсификации структуры собственности и появлению новых классов инвесторов, организации работы с эмитентами на рынке ценных бумаг, расширению спроса на корпоративные ценные бумаги со стороны институциональных инвесторов и др.; повышению конкурентоспособности отечественного фондового рынка и реализации концепции «Финансовая площадка Россия», созданию специализированных сегментов фондового рынка для международных операций.

Главные теоретические выводы диссертации, составляющие ее научную новизну, доведены до конкретных практических рекомендаций по формированию стратегии развития отечественного рынка ценных бумаг, обеспечивающей рост его макроэкономического значения, снижение рисков рынка и увеличение денежных ресурсов, направляемых через рынок ценных бумаг на цели инвестиций в реальный сектор.

Методологический комментарий

Терминологические замечания: Понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» используются в диссертационном исследовании как синонимы, что соответствует научной, деловой и языковой практике.1 Синонимичны и термины «ценные бумаги» и «фондовые ценности».2

1 Общеупотребительным являетя: фондовая биржа — это биржа ценных бумаг. По мнению Э.Я.Брегеля фондовые операции — это «операции, объектом которых служат различного рода ценные бумаги» (см. в кн. Брегель Э.Я. Кредит и кредитная система капитализма. — М.:Госфиниздат, 1948. — С.171). Банковая энциклопедия 1913г. указывает, что «объекты фондовых сделок — ценные бумаги» (Банковая энциклопедия / Под ред. проф. Л.Н.Яснопольского. — Киев: Изд-во Банковой Энциклопедии. — 1913.- С. 267). В Финансово-кредитном словаре 1988 г. отмечается, что «фондовые операции банков — операции с ценными бумагами» (Финансово-кредитный словарь. Том Ш. — М.: Финансы и статитика, 1988. — С.386). Советский энциклопедический словарь 1983 г. определяет фондовый капитал как «капитал, вложенный в ценные бумаги» (Советский энциклопедический словарь. — М.: Советская энциклопедия, 1983. — С.1416).

2 Так, Рудольф Гильфердинг отмечал: «Биржа есть фондовый рынок. Под фондами мы разумеем здесь прежде всего «ценные бумаги» в самом общем смысле, всякие бумаги, являющиеся представительницами денежных сумм. Они распадаются на две главные группы: во-первых, свидетельства на деньги, представляющие не что иное, как долговые свидетельства, т.-е. кредитные бумаги, на которых означена та денежная сумма, вместо которой они выданы; вексель — главный представитель этой категории. Второю группой являются бумаги, которые представляют не самую денежную сумму, а доход на нее; они, в свою очередь, распадаются на два подразделения: на бумаги с постоянным доходом, свидетельства государственного долга и облигации, - и на дивидендные бумаги, акции». См. в кн.: Гильфердинг Рудольф. Финансовый капитал. М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. — С.140. Источники данных и сокращения, принятые в тексте, если не указано иное:

Наименование организации Источник данных Банк России - www.cbr.ru Министерство финансов РФ Минфин России www.minfin.ru Московская межбанковская валютная биржа ММВБ www.micex.com Московская фондовая биржа МФБ www.mse.ru Российская торговая система РТС www.rtsnet.ru Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг России ФКЦБ России www. fedcom.ru Bank for International Settlements / Банк международных расчетов BIS www.bis.org International Federation of Stock Exchanges / Federation Internationale des Bourses de Valeures / Международная федерация фондовых биржПереименована в конце 2001 г. в World Federation of Exchanges / Всемирная федерация бирж FIBV WFE www.fibv.com www.world-exchanges.org International Finance Corporation / Международная финансовая корпорация IFC www.ifc.org International Monetary Fund / Международный валютный фонд IMF /МВФ www.imf.org International Organization of Securities Commissions / Международная организация комиссий по ценным бумагам IOSCO www.iosco.org International Securities Services Association ISSA www.issanet.org Morgan Stanley Capital International Inc. MSCI www.msci.com Standard & Poor s S&P www. soglobal.com World Bank / Всемирный банк - www.worldbank.org Валютные курсы: при пересчете показателей, данных в российских рублях, в долларовое измерение применяются валютные курсы, опубликованные МВФ в сборниках "International Financial Statistics" (Rubles per US Dollar, End of Period (line ae) or Period Average (line rf).

Сокращенные наименования денежных единиц: в тексте вместо наименования "доллар США" используется сокращение "долл."

Сопоставимость показателей: если не указано иное, прямые сопоставления оборотов по сделкам с ценными бумагами делаются только по тем рынкам, где они учитываются по системе TSV (Trading System View). В рамках TSV собирается статистика только по сделкам, проходящим через торговый пол или электронную торговую систему биржи (в отличие от Regulated Environment View (REV) - учитывающей также внебиржевые сделки). Такой подход обеспечивает сопоставимость при анализе объемов и других показателей рынков ценных бумаг. В системе REV обороты выше от 1.2 —1.3 до 3-4 раз, чем при учете no TSV. Международная статистика (публикации FffiV) содержит по одним рынкам данные в формате TSV, по другим - в REV.

Все моментные показатели приводятся по состоянию на конец периода.

## Ключевые концепции рынка ценных бумаг и фундаментальные факторы, определяющие его развитие

Исследование и прогноз развития рынка ценных бумаг неизбежно должны опираться на сущностные представления о ценных бумагах, о рынке, который формирует их обращение, о функциях, которые при этом выполняются в воспроизводственном процессе, о фундаментальных факторах, глубинно влияющих на фондовый рынок, на его развитие и способность к реализации указанных функций.

Теоретический анализ должен предваряться рядом ограничительных замечаний. Во-первых, если речь идет о финансовой науке, то ее концепции подвержены сильному влиянию практики и поэтому часто имеют жесткие временные рамки. Выводы, сделанные из наблюдений сегодня, могут иметь лишь частное или историческое значение через несколько десятков лет. Так, например, значение рынка акций в XIX - XX веках вряд ли совпадает с теоретическим суждением Адама Смита, который писал, исходя из известного ему опыта и ссылаясь на низкое качество управления в акционерных обществах, что «акционерные компании могут вести успешно, по-видимому, без исключительных привилегий только те предприятия, в которых все операции могут быть сведены к так называемой рутине или к такому единообразию методов, какое допускает немного или совсем не допускает изменений».3

Во-вторых, нельзя смешивать теоретический анализ ценных бумаг как экономического явления и как юридической конструкции.4 Последнее относится к теории права, имеет значительную литературу, рассматривающую систему норм, правил общества, санкционированных государством и регулирующих общественные отношения, возникающие по поводу выпуска и обращения ценных бумаг.5 В этом контексте ценные бумаги представляются исключительно как «юридические документы», как «необходимое средство юридической техники в области организации крупных предприятий (акция), кредита (облигация, вексель), платежного оборота (чек, перевод), крупного товарного оборота (распорядительные бумаги)», а «понятие ценной бумаги получается в результате анализа функций, выполняемых в гражданском и торговом обороте юридическими документами... содержание которых удостоверяет те или иные, юридически значимые факты или основанные на них правоотношения...».6 Сама же теория приобретает характер «юридической теории ценных бумаг»,7 а «главной теоретической проблемой рынка ценных бумаг» становится, например, «определение правовой природы так называемых безналичных ценных бумаг».8

В более широком контексте ключевым вопросом теории права ценных бумаг является разрешение, по выражению Д.В.Соловьева, «конфликта моделей права» - примирение в юридической конструкции фондового рынка России континентальной модели права (регулирование сферы ценных бумаг в Гражданском кодексе) и англо-американской модели права, существенно повлиявшей на рынок. Этот конфликт проявляется «особенно в части определения ценных бумаг и адаптации модели акционерного общества»,9 а также возникает при исследовании правовой природы ценных бумаг (вещь, документ, обязательство, сделка),10 юридической сущности срочных инструментов (производные ценные бумаги или сделки), правовой сути депозитарных расписок, парных, взаимно замещающих конструкций, принадлежащих к различным - континентальной и англо-американской - моделям права («доверительная собственность и доверительное управление», «номинальная собственность и номинальное держание») и др.

## Политический, экономический и социокультурный выбор общества: воздействие на фондовый рынок

Чем в большей степени централизованы управление и распоряжение ресурсами в обществе, чем более они огосударствлены или находятся в руках крупных собственников, тем меньше места остается для рыночного, основанного на частной инициативе, перераспределения материальных и денежных ресурсов. Тем низке потребности в ценных бумагах как инструменте, обслуживающем перераспределение денежных ресурсов и прав собственности, и, соответственно, тем меньше развиты фондовый рынок и срочный рынок, тем меньше их объем. Сказанное возможно отразить в следующей схеме.

Выше доля материальных ресурсов, распределяемых централизованно

Выше доля денежных ресурсов, распределяемых централизованно (бюджет, кредитные планы, субсидированные кредиты)

Выше доля гоударства или немногих крупных собственников в национальном богатстве

Ниже роль или ликвидация основных рынков Укрупнение и упрощение структуры собственности, снижение роли индивидуальной собственности

Снижение роли, сокращение объема, упрощение структуры или ликвидация денежного рынка и рынка капиталов

Опережающее другие рынки снижение роли, сокращение объема, упрощение структуры или ликвидация рынка ценных бумаг и срочного рынка

Соответственно, было бы справедливо и обратное утверждение, заключающееся в том, что чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, степень его огосударствления или влияния немногих крупнейших собственников или корпораций, тем более развит финансовый рынок, и, в частности, рынок ценных бумаг и срочный рынок.

При социализме движение основных материальных и денежных потоков определялось директивно (планы производства и снабжения, бюджет, кредитные планы), для фондового рынка не было места. Однако, рассмотренные положения относятся не только к противопоставлению директивной и рыночной экономик, но и к самой рыночной экономике, которой в различных ее моделях (США, Германия, Япония, Швеция, Франция, индустриальные страны против развивающихся и т.д.) присуща и различная степень централизации ресурсов общества. Различна степень их огосударствленности или концентрации ресурсов в руках немногих крупных собственников (например, крупных корпораций).

Количественный анализ подтверждает тезис о том, что повышение роли государства в экономике, в том числе при рыночной форме ее организации (см. табл. 2.1) ведет к сжатию и упрощению рынка ценных бумаг.170

Таблица 2.1 рассчитана по состоянию на 1999 г. (72 страны), включает важнейшие развитые (22) и формирующиеся (50) фондовые рынки. Как видно из табл. 2.1, по мере роста влияния государства, концентрации в его руках материальных и денежных ресурсов, ослабления степени либеральности экономики, значение рынков ценных бумаг в экономике снижается. И, наоборот, чем ниже доля правительства во внутреннем кредите, тем выше роль рынка акций в хозяйственном обороте, тем масштабнее капитализация рынка акций по отношению к ВВП. Конечно, табл. 2.1 носит больше иллюстративный характер, демонстрирует лишь тенденцию. Вместе с тем, знаменательно, что положение в таблице таких разных по степени влияния в экономике государства и крупных собственников стран, как США и Великобритания, с одной стороны, и Германия и Франция (более значительная степень централизации ресурсов), с другой, подтверждает тезисы, приведенные выше. Из табл. 2.1 также следует, что при доле правительства во внутреннем кредите, превышающей 25%, вероятность

Для оценки степени огосударствленности использован показатель «доля обязательств правительства во внутреннем кредите» (центрального и местного правительств, предприятий публичного сектора)», который может быть рассчитан по «International Financial Statistics» МВФ). Этот показатель отражает долю внутренних денежных ресурсов, направляемых на покрытие нужд государства и огосударствленной экономики. Вместе с тем, понятно, что данный показатель не является синтетическим, охватывает лишь одну из многих сторон, характеризующих централизацию экономики. Степень развития рынков ценных бумаг в конкретной стране характеризуется отношением капитализации рынка акций к ВВП (капитализация дана в публикациях IFC «Emerging Stock Market Factbook»).

того, что капитализация рынка акций превысит 40% ВВП, мала, а 50 - 60% ВВП

- крайне незначительна.

## Прогнозная модель российского фондового рынка

Анализ, проведенный выше, дает возможность определиться с теми фундаментальными составляющими российского рынка ценных бумаг, которые в существенной мере определяют, какой будет модель российского рынка ценных бумаг в кратко- и среднесрочной перспективе.

Сценарии развития фондового рынка

Эти сценарии зависят от политического и социально-экономического выбора, который будет сделан страной в среднесрочной перспективе. Возврат к директивной экономике (см. пункт 2.1) означал бы постепенное сжатие и прекращение самого существования фондового рынка.321 Политика изоляционизма в России и создание фундаменталистской экономики вели бы к тому, что фондовый рынок продолжал бы существовать, но в крайне ограниченных объемах и в провинциальных формах (высокая доля государства, ограниченный набор финансовых продуктов, неразвитость финансовых посредников и инфраструктуры рынка, отсутствие массового инвестора). Он не выполнял бы своей основной задачи по привлечению капиталов для инвестиций.

Политический вектор развития общества в конце 90-х - 2001 гг. указывает на то, что усиление государственного интервенционизма в экономике, ее большая закрытость (в валютной сфере после кризиса 1998 г., в структуре собственности), попытки опоры на национальный капитал и, прежде всего, на внутренние инвестиции будут сочетаться (в зависимости от того, насколько позитивным будет финансовое положение страны) с масштабными и даже расширяющимися либеральными вкраплениями, в частности, в области налогов, иностранных инвестиций и финансовых рынков, попытками валютной либерализации. Неустойчивой останется политическая система, не прояснена до конца ее рыночная ориентация в связи с тем, что социал-демократия европейского толка не смогла занять в 90-е годы левый фланг политических сил. Отдельные массовые партии, ставшие к 2002 г. системными элементами политической структуры России, ориентируются в своих действующих программах на модели экономики, объективно ограничивающие акционерную собственность и развитие рынка ценных бумаг, на национализацию тех компаний, акции которых сейчас составляют (и будут составлять) ядро российского фондового рынка.

Вставка

Программа КПРФ определяет в качестве целей доминирование общественных форм собственности на средства производства, их господство в экономике, взятие под контроль государства «имущества, присвоенного вопреки общественным интересам», прекращение «насаждения индивидуализма», введение - вместо действующего порядка регулирования — «государственного контроля за деятельностью коммерческих банков и других кредитно-финансовых учреждений, различных фондов». Программа декларирует негативное отношение к классу «стратегических собственников», «банковско-спекулятивному капиталу» и «экспортно-сырьевому капиталу». Экономическая программа КПРФ содержит тезис о передаче в государственную собственность ключевых доходообразующих и стратегических отраслей и предприятий, о введении государственной монополии внешней торговли на товары стратегического назначения, в том числе на сырье, дефицитные виды продовольствия и другие предметы потребления.

Программа ЛДПР исходит из того, что «государство должно управлять экономическими процессами в стране», «должен быть воссоздан мощный государственный сектор экономики», должны быть усилены «функции государственного контроля». По мнению авторов программы, «государственный сектор должен включать в себя преимущественно предприятия... топливно-энергетического комплекса, транспорта и связи, металлургической промышленности и тяжелого машиностроения, а также добывающих отраслей стратегического характера». Программа предлагает национализацию «тех предприятий и других хозяйственных структур, которые не могут эффективно функционировать в частном секторе», ужесточение контроля за деятельностью приватизированных предприятий, введение монополии внешней торговли сырьем и энергоносителями.

Источник: программы