Топорова Ирина Валериевна. Рынок акций и корпоративных облигаций : 08.00.10 Топорова, Ирина Валериевна Рынок акций и корпоративных облигаций (Привлечение инвестиций в экономику России) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2005 183 с. РГБ ОД, 61:05-8/5166

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА 1. ИНВЕСТИЦИИ И РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ: СОДЕРЖАНИЕ И РОЛЬ В РАЗВИТИИ ЭКОНОМИКИ. 10

1.1. Теоретические аспекты сбережений, накоплений, инвестиций и инвестиционной деятельности 10

1.2. Экономическое содержание ценных бумаг и их классификация 25

1.3. Основные черты российского рынка ценных бумаг и его роль в

трансформации сбережений в инвестиции 39

ГЛАВА 2. КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКТОР РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК СРЕДСТВО ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ И ЕГО ОСОБЕННОСТИ 58

2.1. Становление рынка корпоративных ценных бумаг в России и его особенности 58

2.2. Российский рынок акций (эмиссионных ценных бумаг) как инструмент привлечения инвестиций и его особенности 75

2.3. Рынок корпоративных облигаций (эмиссионных ценных бумаг) как инструмент привлечения инвестиций и его особенности 92

ГЛАВА 3. РАЗВИТИЕ РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ) КАК ФАКТОР АКТИВИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИЙ В ЭКОНОМИКЕ РОССИИ 115

3.1. Влияние рынка акций и корпоративных облигаций на реализацию социально-экономических реформ в России 115

3.2. Привлечение инвестиций и улучшение условий инвестирования в России. Роль рынка акций и корпоративных облигаций 140

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 166

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ И

ЛИТЕРАТУРЫ 175

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования**определяется необходимостью дальнейшего поиска путей повышения эффективности функционирования отечественного рынка корпоративных ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций) в условиях развития рыночной экономики России, её интеграции в мировое хозяйство.

Дело в том, что в течение последних десятилетий в развитии мирового финансового рынка в рамках глобализации активизируется процесс секъюритизации, т.е. переоформление банковских кредитов в долговые обязательства заемщиков и расширение использования ценных бумаг как инструмента регулирования рыночных отношений.

Интеграция же нашей страны в мировое сообщество происходит в условиях отсутствия эффективно функционирующего рынка ценных бумаг. Так как формирование российского фондового рынка происходило не на основе устоявшихся внутренних национальных механизмов функционирования (потому что не существовало до этого времени полноценного рынка ценных бумаг), а осуществлялось путем копирования соответствующих механизмов рынков других государств, отечественный рынок ценных бумаг испытывает огромную зависимость от рынков ценных бумаг развитых и некоторых развивающихся стран. Он «вынужден постоянно подражать рынкам западных стран, поэтому полезно представить, кому и в чем он сможет подражать завтра»1.

В современный период фондовый рынок приобретает ведущее значение в системе финансовых рынков, являясь главным механизмом привлечения и перераспределения капиталов между регионами, отраслями, компаниями, а также механизмом трансформации сбережений в инвестиции. И от его состояния в значительной мере зависит устойчивое функ-

1 Краев А.О., Коньков И.Н., Малеев П.Ю. Рынок долговых ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002. С. 137.

ционирование национальной экономики. Вот почему проблемы привлечения инвестиций становятся как никогда актуальными и приоритетными и в сфере научных исследований, и в практической деятельности участников хозяйственного процесса. Необходимость осуществления инвестиционных проектов российскими предприятиями способствует развитию рынка акций и корпоративных облигаций, наиболее распространенных сегодня инструментов рынка корпоративных ценных бумаг.

Поэтому развитие национального рынка акций и рынка корпоративных облигаций приобретает большую актуальность в процессе привлечения инвестиций для модернизации производственных мощностей отечественных предприятий в реальном секторе экономики, для претворения в жизнь социально-экономических реформ в России, что обуславливает актуальность исследования данной проблемы.

**Степень разработанности проблемы.**Вопросам сбережений, накоплений, инвестиций уделялось серьезное внимание в известных работах Л. Гитмана, Дж. Кейнса, А. Маршалла, С. Фишера, У. Шарпа, Л. Абалкина, А. Булатова, А. Быстрякова, П. Виленского, В. Гуржиева, В. Гуртова, Б. Злобина, К. Лаврова, Д. Львова, А. Марголина, Е. Румянцевой и др. Вопросам развития рынка ценных бумаг, рассмотрению теоретических и практических проблем фондового рынка, использованию его потенциала для реформирования экономики посвятили свои исследования М. Алексеев, Б. Алехин, В. Галанов, Е. Жуков, В. Колесников, А. Краев, Я. Миркин, Е. Михайлова, Б. Рубцов, А. Шеншин и др.

Вместе с тем, пока существует недостаточная проработанность вопросов привлечения инвестиций отечественными промышленными предприятиями, а также выработки мер, направленных на активизацию превращения российского фондового рынка (в том числе рынка акций и корпоративных облигаций) в эффективный механизм мобилизации и перераспределения финансовых ресурсов, способствующий увеличению

объемов финансирования предприятий реального сектора экономики.

С учетом изменений в экономической жизни общества, актуальности темы, ее недостаточной разработанности, сложности (при многообразии форм проявления инвестиционного процесса и формировании его новой модели), практической значимости (для всей отечественной экономики и каждого отдельного инвестора) определены цель, задачи и содержание данной работы.

**Цель исследования**состоит в раскрытии особенностей становления и современного состояния рынка корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций) в России и определении основных направлений привлечения инвестиций в экономику страны.

Для достижения поставленной цели необходимо решить следующие задачи:

раскрыть экономическую природу инвестиций как особого вида сбережений в процессе кругооборота капитала;

определить основные направления развития и характеристики российского рынка ценных бумаг и определить его роль в трансформации сбережений в инвестиции;

выявить особенности и инвестиционные возможности российского рынка акций и рынка корпоративных облигаций;

определить источники привлечения инвестиций в России, их сегодняшнее состояние, а также условия, способствующие совершенствованию инвестирования;

**Объект исследования**- российский рынок акций и рынок корпоративных облигаций, их структурные звенья, включающие многообразие субъектов функционирования.

Предмет исследования - финансово-экономические отношения, складывающиеся между рыночными субъектами в процессе развития отечественного рынка акций и корпоративных облигаций как инструмен-

тов привлечения инвестиций в экономику.

**Теоретико-методологической базой диссертации**стали научные труды российских и зарубежных ученых по теории финансового капитала, финансовых рынков, рынка ценных бумаг. Исследование проведено на основе научного анализа и обобщения отечественной практики функционирования рынков акций и корпоративных облигаций, законодательных актов и нормативных документов.

Информационная база работы представлена данными: Федеральной службы государственной статистики, Федеральной службы по финансовым рынкам, Интернета, фактами, опубликованными в экономической литературе и средствах массовой информации, материалами ежегодников, справочников, аналитических записок.

В ходе исследования использовались научные методы познания, диалектики и логики, метод сопоставления и сравнительного анализа.

**Научная новизна исследования**состоит в дополнении и развитии теоретических основ формирования и совершенствования рынков акций и корпоративных облигаций в условиях рыночной экономики России и определяется теми **научными результатами,**которые получены лично автором и заключаются в следующем.

1. Уточнены основные характеристики российского развивающегося рынка ценных бумаг: как система и объект исследования он меняет свою структуру (появляются новые ценные бумаги, отмирают старые и др.) и положение относительно других систем; во многом заимствует структуру финансовых рынков развитых стран; раздроблен на региональные замкнутые анклавы с преобладанием московского рынка в качестве торгового и финансового центра; межрегиональное перемещение ценных бумаг на нем практически отсутствует и др.
2. Раскрыты условия становления рынка корпоративных ценных бумаг, которые включают: стихийность формирования на фоне спада

производства, что привело к наличию спекулятивного характера финансовой системы (и рынка корпоративных ценных бумаг), к его манипуля-тивности и рискованности; ускоренно проведенная приватизация привела к формированию инсайдерской модели собственности, с наличием крупных контрольных пакетов ценных бумаг и с малым числом свободно обращаемых акций; а отсутствие устоявшихся внутренних национальных механизмов функционирования рынка ценных бумаг привело к копированию механизмов функционирования рынков других стран и к огромной зависимости отечественного рынка от внешних факторов и др.

1. Обоснованы положения о преобладании по капитализации и объему сделок рынка акций над рынком корпоративных облигаций, а по объему привлечения инвестиций отечественными предприятиями - о преобладании рынка корпоративных облигаций над рынком акций; о недостаточном распространении вторичных и последующих эмиссий акций, в отличие от эмиссий облигаций; раскрыты перспективы развития отечественных рынков корпоративных облигаций и корпоративных еврооблигаций как быстрорастущих сегментов фондового рынка и как инструментов привлечения долгосрочных финансовых ресурсов и др.
2. Сформулированы меры по улучшению инвестиционного климата в стране: уменьшение зависимости экономики и рынка ценных бумаг от внешних факторов; либерализация нормативно-правовой базы (например, путем снижения с 9 до 4% налога на дивиденды по акциям, купленным в результате первичного размещения и снижения налога на доходы по корпоративным облигациям с 24 до 15%, приравняв его к льготной ставке налога по госбумагам); обеспечение эффективной системы защиты прав собственников (разработать и принять новое антимонопольное законодательство); предоставление инвесторам при покупке акций первичных эмиссий дополнительные гарантии, используя потенциал финансовых накоплений государства и др.

5. Предложены новые специальные инструменты, использование  
которых будет стимулировать инвестиционную активность, снижать рис-

ки для инвесторов, а именно: система инвестиционных фондов федерального и регионального уровней, инвестирующих ресурсы в капитал развивающихся компаний; Российский фонд технологического развития, осуществляющий государственную инновационную политику; Фонд кредитования малых форм в научно-технической сфере, система региональных агентств по кредитованию инфраструктурных проектов в рамках частно-государственного партнерства и др.

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

обоснование необходимости ускоренного развития российского рынка ценных корпоративных бумаг (на примере рынков акций и корпоративных облигаций) в целях финансирования инвестиций в реальный сектор экономики;

вывод о необходимости устранения причин, тормозящих развитие отечественного рынка акций и корпоративных облигаций, для чего практиковать налоговое стимулирование инвесторов; упростить административные барьеры и снизить проценты по банковским кредитам; развить инфраструктуру рынка ценных бумаг; внедрить на фондовом рынке эффективную систему законодательства; повысить информационную прозрачность и качество корпоративного управления отечественных компаний; удешевить процедуру эмиссии облигаций; упростить процедуру их регистрации и период размещения;

положение о том, что сегодня Россия оказалась в ситуации, когда её дальнейшее экономическое развитие, включая рынок ценных бумаг (в т. ч. акций и корпоративных облигаций), напрямую связано с запуском инвестиционного механизма; что создание благоприятного инвестиционного климата, развитие экономики и рынка ценных бумаг (в том числе акций и корпоративных облигаций) возможно только на основе их увязки с цельной стратегией развития страны.

**Практическая значимость работы**заключается в том, что реализация

разработанных положений, выводов и рекомендаций позволит повысить действенность и результативность привлеченных инвестиций в экономику страны через рынок акций и корпоративных облигаций.

Выводы и рекомендации дают возможность сформировать представление о содержании, механизмах функционирования и совершенствования отечественного фондового рынка (в первую очередь, рынка корпоративных ценных бумаг: акций и облигаций) в условиях трансформации экономики. Результаты диссертационного исследования могут стать основой при реализации предприятиями их финансово-экономической политики, связанной, в частности, с развитием и совершенствованием ими методов управления инвестиционной деятельностью и выбором наиболее приемлемых способов финансирования инвестиций, привлечением капиталов с фондового рынка, а также могут быть использованы в законотворческой деятельности. Итоги научного поиска могут применяться в вузах при разработке программ учебных курсов по рынку ценных бумаг.

**Апробация результатов исследования**осуществлена в ходе практической деятельности автора, в частности, в выступлениях на совещаниях в Управлении Президента Российской Федерации по внутренней политике, на заседаниях Экспертного совета Общероссийской общественной организации «Деловая Россия». Они излагались на кафедре конкретной экономики и финансов Российской академии государственной службы при Президенте Российской Федерации. Основные выводы и практические рекомендации, полученные в ходе исследования, изложены в трех опубликованных авторских работах общим объемом 2,0 п.л.

**Структура диссертации**определена логикой исследования, поставленной целью и задачами. Она состоит из введения, трёх глав, содержащих восемь параграфов, заключения, списка использованных источников и литературы.

## Теоретические аспекты сбережений, накоплений, инвестиций и инвестиционной деятельности

Современная экономика как объект исследования состоит из огромного числа разнокачественных и разноуровневых систем, каждой из которых для нормального функционирования, сохранения, развития нужны два вида ресурсов: текущие, постоянные и практически непрерывные; и периодические, капитальные, ресурсы инвестиционной природы. Когда воспроизводство системы происходит не только из-за текущего притока ресурсов, но и периодического капитального обновления ее изношенных частей и структуры в целом, то это долгосрочно функционирующая система. Длительность ее существования во времени обеспечивается инвестированием ресурсов в ее простое или расширенное воспроизводство.

Считая инвестирование непременным условием поступательного развития экономических систем, следует уточнить содержание таких ключевых понятий, как «накопление» и «сбережение». Это тем более важно, так как не только в российской, но и в зарубежной экономической литературе нет единства мнений относительно содержания и взаимосвязи этих категорий. Отметим при этом, что понятия «сбережение» и «накопление» часто используются некоторыми экономистами (А.Маршалл, Дж.Кейнс и др.) как синонимы. Представители же марксистской экономической теории четко разграничивали данные термины. К.Маркс, например, считал, что «накопление капитала, рассматриваемого конкретно, сводится к воспроизводству его в расширяющемся масштабе». «Накоплением» обозначалось понятие, связанное с расширением производства, а это, в свою очередь, означало «применение прибавочной стоимости в качестве капитала, или обратное превращение стоимости в капитал»1. Советская экономическая наука, разделяя точку зрения К.Маркса в части капиталистического способа производства, также выделяла категорию «накопление» при социализме и определяла его как использование части национального дохода общества для развития социалистического производства и образования резервов, а также расширения фондов в непроизводственной сфере, где накопление было обязательным условием расширенного воспроизводства1.

По мнению автора, понятия «сбережение» и «накопление» тесно связаны друг с другом, но равнозначными они не являются. Мы согласны с точкой зрения К.И.Лаврова, что сбережение - это «использование своих доходов с целью сокращения текущего потребления ради увеличения потребления будущего», а накопление - это «использование сбережений для расширения производства, т.е. для производительного потребления»2. Категория «сбережение» не фиксирует конечные направления использования свободного потока располагаемого дохода. Здесь особо нужно подчеркнуть, что простое воспроизводство, выступающее как составная, органическая часть расширенного воспроизводства, и как непрерывный процесс возобновления производства в постоянных масштабах, также должен рассматриваться как фактор накопления .

## Становление рынка корпоративных ценных бумаг в России и его особенности

Одной из важнейших составляющих экономики России является становление, формирование и нормальное функционирование отечественного рынка корпоративных ценных бумаг, появление которого связано с возникновением первых акционерных обществ (АО), выпускающих акции, имеющие широкое хождение, в том числе и на образующихся фондовых биржах в XVI-XVII веках.

Рассматривая развитие рынка ценных бумаг России в историческом аспекте, ученые выделяют обычно несколько периодов: дореволюционный (до 1917 г.), советский (с НЭПа и по начало 90-х гг. XX века) и современный период, начавшийся с приватизации государственной собственности и продолжающийся по настоящее время. Все эти этапы имеют свою специфику, связанную с условиями их формирования, хотя есть и некоторые общие черты, которые позволяют лучше оценить современные процессы развития фондового рынка.

Рынок ценных бумаг в царской России играл важную роль в экономической жизни страны, так как при существовавшем тогда уровне развития капитализма требовалась аккумуляция денежных накоплений промышленников, купцов, банков, обычных граждан, и направление этих средств на производительное потребление. В дореволюционной России рынок ценных бумаг отличался от подобного рынка промышленно развитых стран. В то время, в основном, котировались облигации публично-правового характера и акции торгово-промышленных компаний, эмитентами которых являлись: государство, город, частные промышленные предприятия и др. Одно время государственная облигация не имела соперников на рынке капиталов. Государственные бумаги выпускались правительством как именные (считающиеся более надежными), так и на предъявителя. Первый государственный заем 1820 г. состоял только из ценных именных бумаг. Успешное размещение первых займов положило начало регулярному использованию этого источника финансирования государственной казны. Однако до середины прошлого века внутренние государственные займы покрывали около 10% государственного долга, остальное казна получала за счёт размещения займов за рубежом, так как государственный долг России (внутренний и внешний) был оформлен с помощью ценных бумаг.

В 30-х годах XX века на фондовом рынке России появились в обращении акции и облигации частных компаний, выпуск и обращение которых регулировались принятым в 1836 г.

## Влияние рынка акций и корпоративных облигаций на реализацию социально-экономических реформ в России

По мнению экспертов ООН, при существующей в настоящее время тенденции замедления темпов мирового экономического роста (с 4,1% в 2004 г. до 3% в 2005 г.) в России рост ВВП в I квартале 2005 г. составил 5,2%2. Как заявил министр Минэкономразвития России Г.Греф, рост промышленности в России в 2005 г. прогнозируется на уровне 4,6% с увеличением в 2008 г. до 5,2%, что уступает темпам развития экономики в целом3. При сегодняшнем достаточно низком уровне экономического развития России (он в несколько раз ниже показателей не только развитых, но и многих развивающихся стран)4 обеспечение экономического роста в нашей стране стало самой важной макроэкономической задачей, притом, что источники, обеспечивающие экономический рост в 1999-2004 гг., а именно: развитие экономики за счет дальнейшего повышения загрузки производственных мощностей, вовлечение в процесс производства временно свободных и новых трудовых ресурсов и др. почти все исчерпаны. Кроме того, подавляющая часть экономического роста в России в эти годы была связана с количественным увеличением производства первичных ресурсов и продуктов их первоначальной переработки (нефти, черных металлов и др.), но при фантастической цене за нефть (60 долларов за баррель) поток нефтедолларов практически не перераспределялся в другие отрасли, а концентрировался в узком кругу добывающих компаний, рост которых такими же темпами в принципе невозможен в силу ресурсных и мощностных ограничений, сокращаясь, по мнению экспертов, с 5,8% в 2004 г. до 3,1% в 2008 г.)2.

В этой ситуации России необходимо, на наш взгляд, такое сочетание мер экономической политики, которое обеспечит выход страны в число экономически наиболее развитых государств мира. Автору представляется, что в России от политики стабилизации с ее борьбой с «инфляцией спроса», жестким контролем денежной массы в обращении, значительным бюджетным профицитом правительству необходимо перейти к активной государственной политике стимулирования роста товарного производства, развития рыночных отношений и свободной конкуренции.