Шабалин Андрей Ольгердович. Особенности эволюции рынка ценных бумаг России : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : Москва, 2003 313 c. РГБ ОД, 71:04-8/163

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ОСНОВНЫЕ ФУНКЦИИ И МОДЕЛИ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ 14

1.1. Основные функции и сегменты современного рынка ценных бумаг 14

1.2. Модели функционирования рынка ценных бумаг. Эволюция моделей в конце XX века - начале XXI века 26

1.3. Классификация ценных бумаг 48

ГЛАВА II. РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЬГХ БУМАГ РОССИИ В ХГХ, XX ВЕКАХ И В НАЧАЛЕ XXI СТОЛЕТИЯ 61

2.1. Выпуск ценных бумаг в дореволюционный период 61

2.2. Особенности рынка ценных бумаг периода НЭПа 87

2.3. Ценные бумаги плановой экономики СССР 102

2.4. Рынок ценных бумаг в период реформирования экономики России 127

ГЛАВА III. ПРЕДПОСЫЛКИ СОЗДАНИЯ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЬГХ БУМАГ РОССИИ 154

3.1. Национальные особенности рынка ценных бумаг России .... 154

3.2. Создание национальной модели функционирования рынка ценных бумаг как фактор повышения экономической безопасности России 164

3.3. Обоснование системы пороговых значений экономической безопасности на рынке ценных бумаг 177

ГЛАВА IV. ФОРМИРОВАНИЕ ОСНОВНЫХ ЭЛЕМЕНТОВ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ ФУНКЦИОНИРО ВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РОССИИ 188

4.1. Совершенствование системы регулирования рынка ценных бумаг 188

4.2. Изменение соотношения между сегментами рынка ценных бумаг. Формирование новых сегментов 198

4.3. Функционирование национальной модели в условиях глобализации мирового рынка ценных бумаг 224

ГЛАВА V. РАЗВИТИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ИНВЕСТИЦИЙ И АНАЛИЗА ИЗМЕНЕНИЯ КОТИРОВОК ЦЕННЫХ БУМАГ 238

5.1. Развитие методов оценки и прогнозирования котировок ценных бумаг 238

5.2. Методы оценки эффективности финансовых инвестиций и прогнозирования котировок ценных бумаг при разработке инвестиционных программ 262

Заключение 279

Библиография 291

**Введение к работе**

Актуальность исследования. Становление рыночной экономики в России ведет к развитию ее составных элементов, одним из которых является рынок ценных бумаг. Механизмами рынка ценных бумаг осуществляется перелив капиталов, их концентрация в наиболее эффективных секторах экономики. Все большую роль играет эмиссия ценных бумаг в финансировании инвестиций. В некоторых странах на долю эмиссии акций и облигаций приходится до 50 процентов и более от общего объема финансирования чистых инвестиций. В настоящее время главной особенностью перелива капиталов становится его секьюритизация. Движение капиталов в самых разных областях во все большей степени осуществляется посредством ценных бумаг: на уровне предприятий инвестиционные потоки опосредуются акциями. Кредиты все чаще выдаются в форме покупки банками ценных бумаг, а важной формой привлечения средств в бюджет является размещение облигаций государственных займов.

В России в настоящее время сложилась эклектическая рыночная система, включающая элементы рынков ценных бумаг США, европейских стран и отдельные национальные особенности российского рынка. В итоге роль отечественного рынка сводится к выполнению второстепенных функций. Федеральные ценные бумаги России выпускаются в значительной степени для финансирования текущих потребностей федерального бюджета, в том числе обслуживания государственного долга, а ценные бумаги субъектов Федерации - для покрытия дефицита местных бюджетов. Полученные за счет эмиссии корпоративных облигаций финансовые ресурсы расходуются в основном на пополнение оборотных фондов предприятий-эмитентов. За весь пореформенный

период в стране практически не было значительных по масштабам эмиссий акций предприятий реального сектора.

Одной из важнейших функций, выполняемых механизмами рынка ценных бумаг, является повышение капитализации предприятий. Рост суммарной рыночной стоимости акций предприятий является одним из главных показателей эффективности их работы, привлекательности для инвесторов. В 1980-1999 гг. капитализация мирового рынка акций выросла в 13 раз1. И здесь современный российский рынок не выполняет соответствующей функции. В 1998-2002 гг. капитализация рынка была крайне нестабильна. Перепады капитализации составляли 3 раза и более.

Рынок ценных бумаг России как комплексная, многосекторная система, находится в начальной стадии своего формирования. Сейчас важно определить, по какой модели - североамериканской, европейской, или, может быть, национальной он будет развиваться. От этого зависит, какие институты рынка следует развивать, как должна быть построена система его регулирования, инфраструктура рынка и т.п.

Надо отметить, что современный рынок ценных бумаг воспринимается большинством экономистов как заново создающийся элемент рыночной экономики России. Однако в России рынок ценных бумаг существовал в дореволюционный период, во времена НЭПа. В последующие годы ценные бумаги также активно использовались в качестве финансовых инструментов. Является ли современный рынок преемником своих предшественников, воспроизвел ли он какие-либо их специфические черты? На этот вопрос в экономической литературе однозначного ответа нет. И это не случайно. Многие работы посвящены дореволюционному рынку ценных бумаг, рынку времен НЭПа, сфере ценных бумаг экономики СССР, современному рынку. Но практически

1 *Рубцов Б.Б.*Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.

отсутствуют исследования эволюции российского рынка ценных бумаг за весь период его существования, развития его институтов, инструментов, системы мобилизации инвестиционных ресурсов, роли государства в создании и регулировании рынка. Отсутствие комплексных исследований по проблемам эволюции дореволюционного рынка в рынок периода НЭПа, а также эволюции квазирынка плановой экономики в современный рынок привело к недоучету ряда важных особенностей развития биржевого механизма, институтов рынка, системы его регулирования, отдельных сегментов рынка ценных бумаг. В итоге сложившийся с конца 1990-х годов рынок ценных бумаг России практически не ориентирован на инвестирование экономики. Указанные обстоятельства определили выбор темы диссертации и круг исследуемых в ней проблем.

**Цель и**задачи **исследования.**Целью работы является обоснование наиболее приемлемой для России модели функционирования рынка ценных бумаг на основе исследования особенностей эволюции рынка ценных бумаг России в XIX, XX веках, в начале XXI столетия и современных тенденций в мировой экономике.

Для достижения поставленной в работе цели необходимо решение следующих задач:

провести аналитическую оценку особенностей эволюции рынка ценных бумаг России, основных этапов создания и государственного регулирования рынка в XIX, XX веках и в начале XXI столетия;

проанализировать основные модели функционирования рынка ценных бумаг и их эволюцию в конце XX - начале XXI вв.;

сравнить основные характеристики функционирования российского фондового рынка с характеристиками рынков США и Европы;

обосновать наиболее важные теоретические и эмпирические предпосылки формирования в России основных элементов национальной модели функционирования рынка ценных бумаг;

разработать систему пороговых значений экономической безопасности на рынке ценных бумаг, определяющих наиболее уязвимые для системного кризиса звенья фондового рынка;

оценить дестабилизирующее влияние нерезидентов на развитие рынка ценных бумаг России, определить границы их участия на рынке;

в рамках системы государственного регулирования рынка ценных бумаг разработать комплекс мер по регулированию операций нерезидентов;

обосновать необходимость изменения структуры сегментов рынка ценных бумаг, в том числе, за счет создания его новых сегментов;

проанализировать основные методы оценки котировок ценных бумаг в странах с развитым рынком. Обосновать невозможность применения этих методов в условиях развивающегося рынка России;

разработать методы анализа и прогнозирования котировок ценных бумаг с учетом особенностей рынка ценных бумаг России.

**Объектом исследования**является особенности эволюции рынка ценных бумаг России в XIX, XX веках и в начале XXI столетия.

**Предметом исследования**являются рынки ценных бумаг дореволюционной России, периода НЭПа, экономики СССР (квазирынок), современной России, а также стран с развитой рыночной экономикой.

**Методологической основой исследования**является системный анализ, позволивший рассмотреть эволюцию рынка ценных бумаг России во взаимосвязи и взаимозависимости эволюции его основных систем: мобилизации инвестиционных ресурсов, институтов рынка, биржевого и внебиржевого механизмов, регулирования рынка и т.п. В работе

применяется исторический метод исследования, дающий возможность изучения эволюции рынка ценных бумаг в России в XIX — начале **XXI**вв.

**Теоретической основой исследования**послужили труды ведущих отечественных ученых: Л.И. Абалкина, A.M. Александрова, М.Ю. Алексеева, Н.И.Берзона, М.И. Боголепова, А.Н. Буренина, Н.П.Воеводской, В.В. Гаврилова, И.Ф. Гиндина, В.П. Дьяченко, В.Р. Евстигнеева, B.C. Зива, Б.В. Малешевского, П.П. Мигулина, Я.М. Миркина, Е.С. Подвинской, А.П. Потемкина, О. Л. Роговой, В.К. Сенчагова, А.Ю. Симановского, С.Г. Струмилина, В.Н. Твердохлебова, М.И. Туган-Барановского, А.А. Фельдмана, А.С. Чеснокова, Л.Е. Шепелева.

Среди зарубежных ученых автор опирался на работы: Дж. Боунесса, Ф. Блэка, Р. Бредли, Э. Доллана, Д. Канемана, Дж.М. Кейнса, Р. Мертона, Р. Манделла, С. Робинса, Э. Родэ, П. Самуэльсона, Дж. Тобина, Дж. Хикса, М.Шоулза, К. Шпренкла, Й. Шумпетера.

В процессе исследования автором использовались материалы ФКЦБ, Банка России, Министерства финансов, коллективные исследовательские работы Института экономики РАН, публикации в отечественной и зарубежной печати, российские и зарубежные справочники и сборники, статистические данные, публикуемые Центром экономической конъюнктуры при Правительстве РФ.

**Научная новизна**диссертационной работы состоит в разработке концептуальных основ и практических мер построения национальной модели функционирования рынка ценных бумаг России на основе исследования особенностей эволюции институтов рынка, структуры его сегментов, биржевого и внебиржевого механизмов, финансовых инструментов, роли государства в создании и регулировании рынка ценных бумаг, а также анализа опыта функционирования рынка ценных бумаг стран с развитой рыночной экономикой.

В процессе исследования автором получены следующие основные результаты:

1. Впервые проведен комплексный анализ эволюции рынка ценных бумаг России в XIX, XX вв. и в начале XXI столетия и сделаны выводы об общности ряда основных признаков рынков: наличии фондового центра и региональных бирж; существовании фондового центра не в виде биржи, а как фондового отдела - до революции при Петербургской товарной бирже, в настоящее время при ММВБ; построении системы биржевого регулирования, когда государством непосредственно регулируются исключительно фондовые центры, правила работы которых являются образцом для прочих бирж; отсутствии, или крайней незначительности, таких ведущих институтов зарубежного фондового рынка, как интервальные, паевые, индексные, хеджевые фонды, фонды общественных организаций и т.п.; в выполнении значительной части функций данных фондов Сбербанком (сберкассами) России. На Сбербанк в настоящее время приходится около 60% емкости рынка государственных ценных бумаг.
2. На основе выявленной общности признаков рынков ценных бумаг, существовавших в России в различные периоды, их сопоставления с элементами рынков ценных бумаг стран с развитой рыночной экономикой, оценки современного российского рынка, его технической базы, роста корпоративного сектора, развития биржевого и внебиржевого механизмов обоснован вывод о создании в стране предпосылок для формирования основных элементов национальной модели функционирования рынка ценных бумаг, включающих:

- *в части финансовых инструментов:*преобладание рынка облигаций над рынком акций; в ближайшей перспективе преобладание эмиссии корпоративных облигаций над эмиссией гособлигаций, увеличение роли сберегательных облигаций и облигаций нерыночных займов, а также производных от акций и облигаций бумаг;

*в части организации и регулирования рынка:*исключительное значение Сбербанка РФ на первичном рынке; преобладание биржевого механизма над внебиржевым; сохранение и усиление двухуровневой системы биржевого регулирования;

- *в части системы мобилизации инвестиционных ресурсов:*ведущая  
роль банков, и, прежде всего, Сбербанка России. В перспективе ведущая  
роль банков сохранится, но большее развитие получат инвестиционные и  
институциональные фонды.

3. Предложены возможные концептуальные направления и практические меры для построения развитой национальной модели функционирования рынка ценных бумаг России:

- обоснована объективная закономерность последовательного  
изменения функций государства в создании организованного рынка  
ценных бумаг и его регулировании в соответствии с эволюцией рыночного  
хозяйства. Предложен комплекс мер для основных регулирующих органов  
по созданию и регулированию национальной модели функционирования  
рынка ценных бумаг России. К ним относятся: создание банковского  
консорциума, включающего Центробанк, Сбербанк, крупнейшие  
коммерческие банки, для управления фондовым рынком в период его  
возможной дестабилизации; организация Центробанком и ФКЦБ единой  
депозитарной сети по государственным и корпоративным ценным  
бумагам; контроль Минфина над рынком путем изменения паритета между  
первичными и производными ценными бумагами; разработка Минфином  
рейтинга государственных и корпоративных облигаций;

определена необходимость создания новых механизмов привлечения в перспективе инвестиций нерезидентов на фондовый рынок. В связи с этим разработан комплекс мер по регулированию операций нерезидентов, включающий варьирование: лимитами инвестиций нерезидентов в первичные и производные ценные бумаги; величиной

короткой позиции по деньгам и по бумагам (соответственно: суммы  
*Щ*рыночной стоимости акций, купленных на заемные средства, и денежных

средств, полученных от продажи взятых в заем ценных бумаг; денежных средств, полученных от продажи взятых в заем ценных бумаг); размерами фьючерсных контрактов, заключаемых в целях хеджирования валютных рисков при вложении денежных средств нерезидентов в российские ценные бумаги;

обоснована роль пороговых значений экономической безопасности на рынке ценных бумаг как важнейших индикаторов, характеризующих различные модели функционирования рынка, показана их взаимозависимость. Разработана система пороговых значений экономической безопасности, включающая индикаторы: объем внутреннего долга к ВВП; емкость рынка производных ценных бумаг к емкости рынка первичных ценных бумаг; суммарная короткая позиция участников рынка по деньгам и по ценным бумагам; для нерезидентов — суммарные вложения в российские ценные бумаги в зависимости от емкости рынка и от величины ВВП; суммарные вложения в производные ценные бумаги российских эмитентов. Эта система пороговых значений рынка ценных бумаг взаимодействует с общей системой пороговых значений экономической безопасности и позволяет контролировать негативные процессы, ведущие к резкой неустойчивости и дестабилизации;

- разработан комплекс мер по восстановлению традиционного для России рынка сберегательных облигаций, включающий: создание государственного консалтингового агенства для консультации граждан; установление особой недели в году, когда государство обязано выкупить облигации до момента их погашения; прием сбероблигаций в залог; введение погасительных премий для долгосрочных выпусков облигаций (в перспективе на 30-40 лет).

4. Впервые проведен анализ эволюции методов оценки котировок акций в XIX, XX вв. и в начале XXI столетия. Обобщен опыт применения фундаментального, технического и регрессионного анализа, индексных методов, коллокационных моделей для оценки котировок акций. Сделан вывод, что эти методы, основанные на постулате «движение рыночных цен учитывает все», приемлемы для стран с высокоразвитым рынком. Для развивающегося рынка ценных бумаг России, взаимосвязь которого **с**реальным сектором еще окончательно не сложилась, указанные методы в большинстве случаев непригодны.

5. Разработаны методы оценки котировок акций с учетом результатов производственно-финансовой деятельности их эмитентов: метод анализа котировок акций на основе исчисления конечных разностей; метод прогнозирования котировок акций с учетом изменения эффективности финансовых инвестиций, рентабельности основных фондов, удельного веса основных производственных фондов и материальных оборотных средств в общей величине акционерного капитала, спроса на акции, ставки процента по депозитам.

**Практическая значимость результатов исследования.**Разработка современной концепции модели функционирования рынка ценных бумаг дает возможность повысить устойчивость рынка, существенно увеличить финансирование инвестиций в реальный сектор за счет эмиссии акций и облигаций.

Основные положения и выводы, сформулированные в диссертации, могут быть использованы для совершенствования методов регулирования рынка ценных бумаг, анализа и прогнозирования котировок акций при разработке инвестиционных программ, прогнозирования трендов фондовых индексов для оценки перспектив развития рынка. Материалы диссертации, авторские предложения могут быть использованы также при

подготовке учебных программ, лекционных курсов, методических пособий  
*Щ>*для экономических факультетов и вузов.

**Апробация**и **внедрение результатов исследования.**Основные положения и выводы, сформулированные в диссертации, использованы при подготовке докладов Института экономики РАН в Государственную Думу, Совет Федерации, Минэкономразвития, Минфин, Центральный банк.

Результаты научных исследований нашли отражение в докладах и сообщениях на международных и всесоюзных конференциях, теоретических семинарах Института экономики РАН в 1990-2000 гг. Различные аспекты исследованных в диссертации проблем вошли в 1-3 тома «История Министерства финансов России (в 4 томах)» (изданной согласно приказу министра финансов РФ от 24.07.2001, № 207).

Основные результаты исследования опубликованы в 27 печатных работах (в том числе одной индивидуальной и пяти коллективных монографиях) общим объемом 46,1 п.л.

## Основные функции и сегменты современного рынка ценных бумаг

Современный рынок ценных бумаг - это постоянно усложняющаяся сфера экономики. В странах с развитой рыночной экономикой, несмотря на то, что фондовые рынки являются далеко не новым элементом хозяйства, их роль в экономике становится все более многофункциональной. Основными сегментами рынка ценных бумаг являются следующие.

Рынок акций. Это рынок наиболее однородных ценных бумаг.

Практически, основная разница между обыкновенными предъявительскими, именными и привилегированными бумагами заключается в том, что обыкновенные предъявительские акции — это наиболее торгуемый инструмент.

Рынок облигаций. Данный сегмент рынка делится на ряд крупных составляющих. Важнейшие из них - рынки корпоративных долговых обязательств и долговых бумаг центральных и местных органов власти. Наиболее крупным по емкости является мировой рынок корпоративных облигаций. Свыше половины корпоративных облигаций выпущено в США, на Японию приходится 15-17% емкости мирового рынка корпоративных облигаций, еще столько же - на Германию, Италию, Францию и Великобританию вместе взятые.

Рынок долговых обязательств центральных и местных органов власти подразделяется на федеральные, муниципальные, городские и тому подобные бумаги. Важнейшим из них является рынок федеральных долговых обязательств. Емкость рынка федеральных облигаций США примерно в 2 раза меньше емкости рынка корпоративных облигаций этой страны. Однако значительная часть федеральных долговых обязательств является мировым резервным активом. Наибольшим спросом пользуются тридцатилетние бумаги, а также десяти-, двух- и однолетние ценные бумаги.

Особыми компонентами рынка федеральных долговых обязательств являются ценные бумаги сберегательных займов и ценные бумаги нерыночных займов.

Сберегательные ценные бумаги выпускаются в расчете на физических лиц. Они образуют развитый первичный рынок в виде аукционов, в которых участвуют коммерческие банки и финансовые компании. Участники аукциона обязаны в определенные сроки разместить приобретенные ценные бумаги среди населения. Разница между ценой приобретения сберегательных ценных бумаг на аукционе и ценой, по которой эти бумаги реализуются населению, составляет комиссионные банков и финансовых компаний. Сберегательные ценные бумаги обычно не образуют развитого вторичного рынка, они хранятся у населения до момента их погашения. Небольшой вторичный рынок формируют, как правило, банки, специализирующиеся на операциях со сберегательными ценными бумагами. Появление ценных бумаг сберегательных займов на фондовых биржах - явление исключительно редкое.

Специфичным сегментом фондового рынка является рынок облигаций, номинированных в иностранной валюте. Его образование не связано с эмиссией новых ценных бумаг в целях привлечения денег в государственный бюджет. Выпуск облигаций государственного внутреннего валютного займа (ОГВЗ) в России был вызван необходимостью оформления долга государства, образовавшегося в результате замораживания валютных счетов нескольких тысяч предприятий. Его решено было прооблигировать и выпустить для этого ОГВЗ.

## Выпуск ценных бумаг в дореволюционный период

В России эпизодические сделки с ценными бумагами проводились в конце XVII - первой половине XVIII в. Энергичную попытку создать организованный рынок ценных бумаг предпринял Петр I. В 1703 г. им была основана товарная и фондовая биржа в Петербурге. Однако Петр опередил свое время: в крупномасштабном рынке ценных бумаг Россия еще не нуждалась.

Необходимость наличия фондового рынка в России стала все сильнее проявляться во второй половине XVIII в. В 1757 г. в стране возникло первое акционерное общество. В 1769 г. (во время войны с Турцией) правительство Екатерины II прибегло к внешним заимствованиям. С этого времени российские ценные бумаги постоянно котировались на зарубежных биржах (в основном на голландских).

В 1809—1810 гг. был подготовлен и выпущен первый государственный внутренний заем. Он положил начало регулярному обращению ценных бумаг на внутреннем рынке.

В начале XIX в. были созданы специализированные органы, занимавшиеся вопросами займов — Государственная комиссия погашения долгов (в 1810 г.) и Совет государственных кредитных установлений (в 1817 г.). Комиссия ведала погашением долгов и учетом операций, ведущих к переходу прав собственности на государственные ценные бумаги. В обязанности Совета входила проверка законности всех операций с государственными ценными бумагами и рассмотрение предложений в области государственного кредита. В 1816 г. в Петербурге была открыта первая в стране фондовая биржа.

Главную роль в создании организованного рынка ценных бумаг на первом этапе его существования играли комиссия погашения государственных долгов и совет государственных кредитных установлений. Они не только контролировали все операции с государственными ценными бумагами, но и рассматривали предложения по совершенствованию государственного кредита.

Размещались займы через банки, причем государственный банк преимуществ не имел. Он выступал как первый среди равных. Министерство финансов играло вспомогательную роль — разрабатывало условия займов, которые собиралось выпускать правительство.

Становление рынка ценных бумаг в России с присущими ему институциональными структурами и инфраструктурой заняло более полувека. Вплоть до начала 60-х годов XIX в. рынок был небольшим по масштабам. Популярные и стабильные финансовые инструменты на нем отсутствовали. Мощный импульс развитию рынка дал выпуск двух государственных выигрышных займов - 1864 и 1866 гг.40. Это были крупные долгосрочные займы, размещенные в короткие сроки41. Доходы от реализации облигаций займов пошли на развитие народного хозяйства (в том числе на сооружение железных дорог) и сыграли немалую роль в экономическом подъеме в 1860-е годы.

В 70-80-е годы XIX столетия на рынке появляются новые ценные бумаги - железнодорожных займов, гарантированных правительством частных железнодорожных займов, восточных займов (в период войны с Османской империей), краткосрочных займов и т. п

## Национальные особенности рынка ценных бумаг России

Анализ развития рынка ценных бумаг в XIX - начале XXI в. показал, что российский рынок постоянно воспроизводит свои характерные особенности, сложившиеся еще в дореволюционный период. Более того, с развитием рыночных отношений на фондовом рынке появляются элементы, характерные исключительно для России. Поэтому чрезвычайно важно определить; по какому пути будет развиваться рынок в XXI столетии — по неким стандартным моделям, или по своей особенной, национальной модели.

В настоящее время в мире наиболее известны североамериканская и европейская модели функционирования рынка ценных бумаг. Не случайно в экономической литературе на протяжении последних 6-7 лет продолжается дискуссия о том, аналогично какой из этих моделей должен развиваться российский рынок ценных бумаг.

Казалось бы, что в связи с большей эффективностью североамериканской модели имеет смысл создавать институты рынка, вводить правила операций на нем в соответствии с этой моделью. Подобная точка зрения нашла отражение в работах ряда экономистов. Так, Ю.А. Данилов прогнозировал создание в стране большого числа пенсионных и инвестиционных фондов, страховых компаний, которые станут основными участниками фондового рынка. Одновременно произойдет разделение банков на коммерческие и инвестиционные, которые станут специализироваться на операциях, соответственно, на кредитном и фондовом рынках . СВ.Голубев отмечал, что основными поставщиками капитала на фондовый рынок являются институциональные инвесторы, и, прежде всего, страховые компании и пенсионные фонды. Наиболее концентрировано взгляды сторонников данной концепции формирования рынка ценных бумаг России были выражены Д.В. Васильевым141. Став в 1996 г. руководителем ФКЦБ он активно проводил свои взгляды в жизнь. Под его патронажем были созданы: крупнейший в 1996-1999 гг. фондовый центр России — РТС, система реестродержателей, паевые инвестиционные фонды.

В то же время многие экономисты придерживаются иной концепции. По их мнению, российский фондовый рынок должен развиваться по европейской модели функционирования рынка. Так, Н.Мильчакова показывает, что по составу участников рынка и по построению биржевого механизма российский рынок гораздо ближе к европейской модели, чем к североамериканской142. А.А. Хандруев подчеркивает, что российский рынок не должен привязываться к институциональным фондам и инвестиционным банкам. Основными участниками рынка ценных бумаг, по его мнению, являются коммерческие банки143. Еще более жесткой позиции придерживаются авторы коллективной монографии «Коммерческие банки на фондовом рынке». По их мнению, созданные в результате приватизации государственных предприятий многочисленные институциональные структуры (прежде всего чековые и тому подобные инвестиционные фонды) не соответствуют характеру российского рынка