Орехов Илья Николаевич. Фондовый рынок Российской Федерации и тенденции его развития : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10 Москва, 2004 194 с. РГБ ОД, 61:05-8/843

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Исторический аспект развития фондового рынка России 15

1.1 Становление и развитие фондового рынка дореволюционной России 15

1.2 Обращение ценных бумаг в дореформенный период 30

1.3 Развитие рынка ценных бумаг в современной России 44

Глава 2. Анализ факторов, воздействующих на формирование и функционирование рынка ценных бумаг в России 59

2.1 Структура рынка ценных бумаг в Российской Федерации 59

2.2 Рынок ценных бумаг стран с наибольшей долей в совокупной мировой капитализации 66

2.2.1 Рынок ценных бумаг США 66

2.2.2 Рынок ценных бумаг Японии 70

2.2.3 Рынок ценных бумаг ФРГ 72

2.2.4 Рынок ценных бумаг Англии 75

2.3 Ценные бумаги и оценка их ликвидности и инвестиционной привлекательности 78

2.3.1 Рынок акций 80

2.3.2 Рынок государственных облигаций 84

2.3.3 Рынок корпоративных облигаций 86

2.3.4 Рынок векселей 93

2.3.5 Рынок еврооблигаций Российской Федерации 97

2.4 Риски функционирования 104

2.5 Государственное регулирование рынка ценных бумаг. Инструменты регулирования 111

Глава 3. Основные направления развития фондового рынка в России в среднесрочной перспективе 132

3.1 Рост инвестиционного потенциала фондового рынка и разработка среднесрочного прогноза его развития (концепция развития рынка ценных бумаг) 132

3.2 Совершенствование законодательной базы функционирования рынка ценных бумаг Российской Федерации 140

Заключение 161

Список использованной литературы 171

Приложения 191

**Введение к работе**

Актуальность исследования.

Одной из особенностей развития мировой экономики в последней четверти XX в.- начале XXI стало возрастание роли фондового рынка. В настоящее время в ценных бумагах воплощена большая часть финансовых активов развитых стран мира.

Глубокие изменения \* произошли в институциональной структуре фондовых рынков, неизмеримо увеличилось разнообразие их инструментов. Начиная с 80-х годов во всех развитых странах в рамках общих процессов либерализации экономики произошло дерегулирование финансовых, и в том числе фондовых, рынков: упразднен контроль над процентными ставками; устраняются барьеры на пути движения капитала между странами, отменяются ограничения на совмещение различных видов профессиональной деятельности на финансовом рынке.

Серьезные изменения в организационную структуру рынка внесло внедрение новых систем связи и вычислительной техники. Наиболее зримо это проявляется в торговых системах фондовых бирж. Перевод фондовых бирж на компьютерную торговлю создал технологическую основу для немыслимого в прошлом слияния организаторов торговли из разных стран и образования межнациональных бирж.

Революционное воздействие на финансовые рынки оказала компьютерная сеть Интернет, которая позволила включить в процесс глобального инвестирования миллионы людей, сделав для них доступными операции, которые прежде могли осуществляться только профессиональными организациями.

В прошлом фондовый рынок, фондовая биржа нередко являлись олицетворением спекуляции, обмана и сосредоточения пороков, имманентных капиталистическому способу производству на его ранней стадии развития. В настоящее время на фондовом рынке действуют очень жесткие правила

торговли, которые поддерживаются как самими профессиональными участниками, так и органами государственного регулирования. В последние годы наблюдается тенденция ужесточения регулирования и координации действий национальных регулятивных органов как в рамках региональных объединений, прежде всего ЕС, так и в мировом масштабе. Вышеуказанные процессы требуют теоретического обобщения и анализа.

Создание российского фондового рынка, его институтов и нормативной базы основывается на колоссальном опыте, накопленном за столетия его развития во всем мире, что вполне естественно. Вместе с тем, зачастую заимствование происходит без четкого представления^ общих закономерностей развития данной сферы экономики, что связано, в частности, с отсутствием академических исследований в этой области.

Россия является частью мирового хозяйства. Степень ее "открытости" уже весьма велика и в дальнейшем, скорее всего, будет повышаться, а значит, состояние мирового финансового рынка будет все больше сказываться на финансовом рынке России.

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 - 2003гг. были сделаны лишь ограниченные попытки государства и большей части профессионального сообщества понять уроки кризиса, оценить его фундаментальные причины, сформировать политику, которая обеспечила бы позитивное развитие финансового сектора, прежде всего, рынка ценных бумаг. Российский рынок акций, например, восстанавливается в прежнем - рискованном, не связанном с инвестициями - качестве.

Важность проблемы и недостаточность её исследования определили выбор темы, направление исследования и применяемый инструментарий.

**Степень разработанности проблемы.**Большинство публикаций, относящихся к области фондового рынка, появившихся в последнее

**6**десятилетие, имеет микроэкономический характер, либо - рассматривает зарубежные рынки ценных бумаг, либо 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, ЭЛ.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 лишь 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 значительной мере к результатам, накопленным зарубежными школами в многолетних исследованиях развитых фондовых рынков. Финансовым и научным сообществом пока еще 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 достаточно обстоятельный анализ уроков финансового кризиса 1998 г. 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 основных 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 t роль государства на рынке ценных бумаг, его деятельность на рынке нуждается^ 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 фондового рынка 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, струк-

туру 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 други.ми 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;

-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.

**Область исследования.**Исследование соответствует Паспорту специальности ВАК 08.00.10 «Финансы денежное обращение и кредит» - **п.**

**4.1., 4.2., 4.3'., 4.4., 4.6., 4.7., и 4.9»**

**Предмет и объект исследования.**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. Объектом исследования в работе выступает российский фондовый рынок, рассматриваемый в сопоставлении с зарубежными развитыми и формирующимися фондовыми рынками, на основе анализа воздействующих на него основных факторов.

**Методология исследования.**Методологической и информационной базой исследования являлись труды российских и зарубежных экономистов, посвященные вопросам функционирования фондового рынка **и**его регулирования. В процессе подготовки диссертационной работы использованы законодательные и нормативные акты Российской Федерации, материалы научных конференций и научных изданий. В качестве инструментария в ходе исследования использовались принципы диалектической логики, позволяющие оценить явление в развитии и взаимосвязи, а также следующие способы и приемы: статистическое наблюдение, анализ и синтез, приемы факторного анализа, классификации и научной абстракции.

**Научная новизна**состоит в создании теоретической базы и разработке практических инструментов регулирования фондового рынка. В процессе работы над диссертацией получены следующие результаты, обладающие определенной степенью научной новизны:

1. Раскрыты особенности и свойства ценных бумаг (корпоративные облигации, векселя, евробонды);
2. Определены линии связи теоретических разработок в области кредита, осуществленных отечественной экономической школой, и исследований сущности и форм ее проявлений в предметной области ценных бумаг;
3. Дана сущностная характеристика рынка ценных бумаг во взаимосвязи с его функциями;
4. 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, высочайшая волатильность, фрагментарность, олигополия, спекулятивный» характер инвесторов, региональная сверхконцентрация, низкая операционная способность, зависимость от внешних факторов и другие;
5. Определена система наиболее значимых внешних и внутренних факторов, формирующих модель и динамику развития российского рынка ценных бумаг в качестве одного из формирующихся рынков;
6. 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 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.);
7. На примере стран с наиболее развитыми фондовыми рынками исследована эволюция и современная система их регулирования, раскрыта, диалектика связи государственного регулирования и саморегулирования,

оценены преимущества различных систем и сформулированы выводы об извлечении уроков из зарубежного опыта для совершенствования системы регулирования фондового рынка в России;

8. Разработаны предложения по дальнейшему развитию российского рынка ценных бумаг на среднесрочную перспективу: снижение рыночного риска, создание возможностей для менеджеров и работников предприятия выкупа акций на льготных условиях, создание системы государственного страхования и гарантирования розничных инвестиций в ценные бумаги и д.р.

**Практическая значимость**исследования обусловлена, во-первых, все большей интеграцией России в мировую экономику, ростом зависимости ее финансовых рынков от мировых финансовых потоков. Ряд выводов диссертации, составляющих ее научную новизну, позволяет лучше оценить перспективы динамики мировых фондовых рынков, что важно для определения стратегии развития банками, прочими финансовыми институтами, а также государственными органами, ответственными за разработку экономической политики. Ряд предложений диссертации способствуют переориентации фондового рынка\* на выполнение своей основной задачи, т.е. перераспределение средств для инвестиций в реальный сектор экономики.

Результаты исследования, относящиеся к развитию теоретических концепций рынка ценных бумаг, к обоснованию системы воздействующих на него факторов, к разработке сценарных прогнозов и системы среднесрочных мер по развитию рынка, найдут широкое применение как в государственных структурах, занимающихся проблематикой развития фондового рынка Российской Федерации, так и в негосударственных организациях, работающих на рынке ценных бумаг в России.

**Апробации**и **внедрение результатов.**Основные материалы и рекомендации по совершенствованию рынка ценных бумаг диссертационной работы докладывались и получили одобрение на научно-практических конференциях в Российской экономической академии имени Г.В. Плеханова (Шестнадцатые Международные Плехановские чтения) и Национальном

институте бизнеса (Первая и вторая Межвузовские научно-практические конференции по актуальным вопросам менеджмента и бизнеса). Теоретические выводы, сделанные в данной работе, используются при проведении практических занятий в Московской академии предпринимательства при Правительстве города Москвы.

Основные положения исследования апробированы путем их  
использования в деятельности ООО «СЛАВИНВЕСТБАНК» (справка **о**внедрении), КБ «Красбанк» (справка о внедрении), КБ «Федеральный  
депозитный банк» (справка о внедрении), КБ «АГРОПРОМКРЕДИТ» (справка  
о внедрении).  
^1 Экономический эффект от внедрения отдельных рекомендаций и

разработок настоящего диссертационного исследования (в части строительства новых рынков предназначенных для привлечения в реальный сектор экономики) составил 8 млн. рублей (справка о внедрении в ООО «СЛАВИНВЕСТБАНК» № 16174/05 от 27 мая 2004г.).

**Публикации.**По теме диссертации опубликованы пять работ общим объемом 2,67 п.л. (авторский - 2,67 п.л.)

**Объем и структура работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, 183 наименований библиографического списка. Объе\*м диссертационной работы составляет 194 страницы машинописного текста.

Во **введении**обосновывается актуальность темы, раскрыта степень изученности проблемы, определены цели и задачи диссертационного исследования, определены предмет и объект исследования, отражены практическая значимость выполненной работы, апробация и внедрение результатов.

**В первой**главе «Исторический аспект развития фондового рынка России» рассматриваются основные периоды становления и развития фондового рынка в различные периоды Российской экономики.

**Во второй главе**«Анализ факторов, воздействующих на формирование и функционирование рынка ценных бумаг в России» раскрывается и

анализируется текущее положение фондового рынка в России, основные факторы, влияющие на его развитие. Показана структура фондового рынка. Проанализированы рынки ценных бумаг стран с наибольшей долей в совокупной мировой капитализации. Исследованы инструменты регулирования рынка.

В третьей главе «Основные направление развития фондового рынка в  
России в среднесрочной перспективе» определены перспективы развития  
фондового рынка в России, проанализированы проблемы и предложен ряд мер  
направленных на совершенствование законодательной базы

функционирования рынка.

В заключении сформулированы основные выводы и предложения по результатам диссертационного исследования.

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.

## Становление и развитие фондового рынка дореволюционной России

Фондовый рынок - составная часть финансового рынка, на котором осуществляется операции с ценными бумагами. Первичное размещение ценных бумаг эмитентами относится к первичному фондовому рынку, последующие операции по купле-продаже ценных бумаг образуют вторичный фондовый рынок. Различают биржевой фондовый рынок, участниками которого являются фондовые биржи, фондовые отделы товарных и валютных бирж, и внебиржевой фондовый рынок с участием инвестиционных фондов, банков, брокерских фирм и других организаций, совершающих операции с ценными бумагами.

Ценные бумаги - документы имущественного содержания, с которыми какое-либо право связано так, что оно без этих документов не может быть ни осуществлено, ни1 передано другому лицу. Ценные бумаги в зависимости от выраженных на бумаге прав различаются: денежные бумаги (облигации, векселя, чеки и т.д.); товарные бумаги, закрепляющие вещные права, чаще всего собственности или права залога на товары (коносаменты, деливери-ордера, складские свидетельства и т.д.). В зависимости от способа легитимации лица в качестве субъекта права различают: бумаги на предъявителя (когда собственником бумаги признается лицо, обладающее документом); именные бумага (содержащие обозначение собственника в тексте документа) и ордерные бумаги (подразумевающие возможность быть переданными другому лицу путем передаточной надписи на оборотной стороне документа - индоссамента). Следует иметь в виду, что для некоторых именных бумаг законодательством предусматривается возможность передачи прав по индоссаменту, т.е. упрощенным порядком[15, с.215].

По ГК к ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг[1, с.311].

Рынок ценных бумаг - часть рынка ссудных капиталов, где осуществляется эмиссия и купля-продажа ценных бумаг. Через банки, специальные кредитные институты и фондовую биржу аккумулируются денежные накопления юридических, физических .лиц и государства и направляются на производительные и непроизводительные вложения капиталов[33, с. 109].

Исходя из вышесказанного, можно говорить о тождественности таких понятий как фондовый рынок и рынок ценных бумаг.

Становление фондового рынка России в девяностых годах XX века происходило на базе сравнительно узкого, ограниченного рамками планово-административной системы рынка ценных бумаг СССР, начавшееся первое заметное оживление рынка в настоящий момент наталкивает на принятие необходимо верных и истинных концепций реформирования рынка ценных бумаг РФ. Однако в России в конце XIX начале XX веков уже существовал фондовый рынок. Изучение его основных черт и закономерностей развития позволит более полно оценить процесс воссоздания фондового рынка России и разработать комплекс мер по ускорению этого процесса. Поэтому возникает необходимость рассмотреть особенности становления и развития фондового рынка дореволюционной России.

## Структура рынка ценных бумаг в Российской Федерации

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, представляет собой сложную организационно-экономическую систему законченных технологических циклов. Рынок ценных бумаг является важнейшей составной частью финансовых рынков. Его можно классифицировать как по видам ценных бумаг обращающимся на рынке, так и по способу торговли: первичный и вторичный;

организованный и неорганизованный;

биржевой и внебиржевой;

традиционный и электронный;

кассовый и срочный.

По стадии обращения ценной бумаги различают первичные и вторичные рынки. Первичный рынок — это место, где происходит первичная эмиссия и первичное размещение ценных бумаг. К задачам первичного рынка относятся: привлечение временно свободных денежных ресурсов, активизация финансового рынка, снижение уровня инфляции.

Вторичный рынок — это рынок, на котором обращаются ранее выпущенные ценные бумаги. На вторичном рынке ценных бумаг осуществляется большинство операций с ценными бумагами, в результате которых осуществляется постоянный переход прав собственности на них от одного владельца к другому.

Вторичный рынок включает организованный и неорганизованный (внебиржевой) рынок. На первых обращение ценных бумаг происходит по твердо установленным правилам, регулирующим практически все стороны деятельности рынка, на вторых участники сделки самостоятельно договариваются по всем вопросам. В зависимости от места торговли различают биржевые и внебиржевые рынки ценных бумаг. Биржевой рынок подразумевает торговлю ценными бумагами на фондовых биржах, однако большинство видов ценных бумаг обращается вне бирж. Если биржевой рынок по сути всегда есть организованный рынок, то внебиржевой рынок может быть как организованным, так и неорганизованным. На данный момент в странах с развитой рыночной экономикой доминирует только организованный рынок ценных бумаг, который представлен либо фондовыми биржами, либо не биржевыми системами электронной торговли.

В зависимости от типа торговли рынок ценных бумаг разделяют на традиционной и электронный.

Традиционный рынок — это форма торговли ценными бумагами, при которой продавцы и покупатели ценных бумаг (обычно в лице фондовых посредников) непосредственно встречаются в определенном месте и происходит публичный гласный торг (как в случае биржевой торговли) или ведутся закрытые торги, переговоры, которые по каким-либо причинам не подлежат широкой огласке.

Электронный рынок — это разнообразные формы торговли ценными бумагами на основе использования компьютерных сетей и современных средств связи. Основные черты электронного рынка:

а) отсутствие физического места встречи продавцов и покупателей; электронные торговые места располагаются непосредственно в офисах фирм, торгующих ценными бумагами, или непосредственно у их продавцов и покупателей;

б) автоматический характер процесса ценообразования процесса торговли ценными бумагами;

в) беспрерывный процесс торговли во времени и пространстве ценными бумагами.

В зависимости от сроков, на которые заключаются сделки с ценными бумагами, рынки ценных бумаг подразделяются на кассовые и срочные. Кассовый рынок (рынок «спот», рынок «кэш») — это рынок немедленного исполнения заключенных сделок, при этом чисто технически их исполнение может растянуться на срок до одного-трех дней, если требуется поставка самой ценной бумаги в физическом виде.

Срочный рынок ценных бумаг — это рынок с отсроченным, обычно на несколько месяцев, исполнением сделки. Как правило, традиционные ценные бумаги (акции, облигации) обращаются на кассовом рынке, а контракты на производные инструменты рынка ценных бумаг — на срочным рынке.

Участники рынка ценных бумаг — это физические лица или юридические лица, которые проводят операции с ценными бумагами, обеспечивают их оборот и расчеты по ним. Вступает между собой в определенные экономические отношения по поводу обращения ценных бумаг.

Существуют следующие основные группы участников рынка ценных бумаг (см. прил. 1) в зависимости от их функционального назначения:

продавцы (эмитенты, фондовые посредники, спекулянты и т.д.);

покупатели (институциональные инвесторы, фондовые посредники,

спекулянты и т.д.);

фондовые посредники;

организации, обслуживающие рынок ценных бумаг;

органы регулирования и контроля.

Продавцы — это эмитенты и владельцы ценных бумаг.

Покупатели — это те, кто вкладывают («инвестируют») свой реальный капитал в ценные бумаги.

## Рост инвестиционного потенциала фондового рынка и разработка среднесрочного прогноза его развития (концепция развития рынка ценных бумаг)

Опыт 90-х годов убеждает в том, что в текущем десятилетии российский рынок ценных бумаг будет сильно коррелирован, особенно в моменты рыночных токов, с динамикой иностранных рынков лидеров (прежде всего, NASDAQ, США), формирующихся рынков Латинской Америки, а при сильных потрясениях - любых других крупных формирующихся рынков, кризисы на которых способны вызвать одновременное изъятие инвесторами средств из ценных бумаг переходных и развивающихся экономик.

С другой стороны, высокий уровень рыночного риска, присущий российскому рынку ценных бумаг, совокупность негативно действующих факторов, определяющих его незначительный объем, высокую волатильность, спекулятивный характер, искусственный рост отдельных сегментов, зависимость от узкой группы иностранных инвесторов и т.п., предопределяют (наряду с кризисным состоянием экономики и всего финансового сектора) значительную вероятность того, что Россия в текущем десятилетии сама может стать источником масштабного кризиса для формирующихся рынков, его эпицентром (совместно с другими переходными экономиками Восточной Европы) вместо Латинской Америки или Юго-Восточной Азии.

Стартовым условием, которое будет в среднесрочном периоде негативно влиять на способность российского фондового рынка привлекать денежные ресурсы из-за рубежа, является низкая оценка международным финансовым сообществом его конкурентоспособности при осірой конкуренции с другими национальными рынками за денежные ресурсы и масштабной зависимости от спекулятивных иностранных инвесторов. При этом архитектура рынка (РТС) еще долгое время будет позволять свободно вводить и выводить «горячие деньги»

иностранных инвесторов, формируя одну из самых высоких в мире волатильностей рынка ценных бумаг (более 90% расчетов за ценные бумаги в РТС проходит по счетам за границей). В частности, такая зависимость сохраняет в долгосрочной перспективе высокий рыночный риск, увеличивает вероятность крупных финансовых кризисов.

Стандартный сценарий негативного воздействия «горячих денег» иностранных инвесторов на конъюнктуру российского финансового рынка. Сценарий будущего кризиса, если не произойдет качественных изменений на российском рынке акций, может выглядеть следующим образом:

-спекулятивный перегрев рынков акций и АДР сверх границ их роста, диктуемых высокими ценами на нефть

-вслед за новым циклическим снижением цен на нефть, политическими рисками, неблагоприятными прогнозами или любыми другими событиями, которыми богата жизнь, падение цен на АДР, обращающиеся в США, Германии, Великобритании,

-как следствие, падение цен на российские акции в Российской торговой системе - и через РТС - цепная реакция снижения курсов на ММВБ и МФБ, волатильность на рынке государственных ценных бумаг

-стремление внутренних инвесторов избавиться от акций, высвобождение рублевой ликвидности, давление на валютный рынок, массовые потери розничных инвесторов, вошедших на рынок акций,

-распространение потерь и убытков на российские банки и внутренних институциональных инвесторов с ущербом, величина которого будет зависеть от масштабов паники, вовлеченности российских финансовых институтов в спекулятивную игру и в кредитование спекуляций с акциями.

Основной сценарий будущего кризиса - его экспорт на внутренний рынок через АДР и Российскую торговую систему, базовым условием существования которой до сих пор является свободный ввод-вывод капиталов иностранного и российского происхождения - через оффшорные счета.