

На правах рукописи

ВАСИЛЬЕВ АНДРЕЙ АНДРЕЕВИЧ

**ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В
МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОМ УПРАВЛЕНИИ**

Специальность:

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва – 2014

Работа выполнена на кафедре Финансов и кредита Института экономики Негосударственного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Московская академия экономики и права».

Научный руководитель: **Виссарионов Александр Борисович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Наумов Валерий Васильевич**
доктор экономических наук, профессор кафедры
общественных финансов и финансового права МГУУ
Правительства Москвы

Кабанин Геннадий Валентинович
кандидат экономических наук, начальник отдела
сметного планирования и контроля ЗАО АКБ
«НОВИКОМБАНК»

Ведущая организация: **Федеральное государственное бюджетное учреждение
науки Институт экономики Российской академии наук**

Защита состоится «19» мая 2014 г. в 12:00 час. на заседании диссертационного совета Д 212.049.05 при ФГБОУ ВПО «Государственный университет управления» по адресу: 109542, г. Москва, Рязанский проспект, д.99, зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО "Государственный университет управления", диссертация и автореферат размещены на официальном сайте ФГБОУ ВПО "Государственный университет управления" www.guu.ru. Объявление о защите и автореферат размещены официальном сайте Высшей аттестационной комиссии (ВАК) Минобрнауки РФ www.vak.ed.gov.ru.

Автореферат разослан « » _____ 2014 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета Д 212.049.05
Кандидат экономических наук, доцент

Токун Л. В.

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. Прогрессирующие темпы глобализации экономики на волне расширения границ и проникновения мирового фондового рынка и рынков производных финансовых инструментов в различные отрасли экономики порождают новые вызовы системам государственного регулирования. Сегодня российский фондовый рынок по многим позициям высоко скоррелирован с зарубежными площадками. В условиях значительной волатильности на глобальных рынках, при отсутствии выработанной стратегии стабилизации ситуации со стороны государственных регуляторов российский рынок поддается спекулятивным настроениям и новостному «шуму игры», разыгрываемой далеко за пределами нашей страны. Сравнительно небольшая история отечественного фондового рынка по отношению к западным рынкам капитала подчеркивает актуальность исследования систем и процессов государственного управления.

Пространство неопределенности, в котором находятся сегодня глобальные финансы, несет серьезные страновые риски и сулит большие возможности государствам с развитой системой внутреннего контроля и защиты от различного рода финансовых «инфекций», с чувствительной системой реагирования на события, происходящие на мировой арене. Изучение мирового опыта государственного управления фондовыми рынками, включая рассмотрение институтов государственного и государственно-частного регулирования, выстраивания механизмов взаимодействия с участниками фондового рынка, безусловно, придаст объективности в разработке стратегий повышения инвестиционного климата в стране. Актуальным является рассмотрение различных моделей государственного регулирования в условиях кризиса, а также теорий финансовых пузырей и их последствий.

Фондовый рынок представляет собой широкую индустрию по привлечению и мобилизации финансовых ресурсов, размещению капитала, а

также трансформации сбережений, в том числе пенсионных, в инвестиции. Эмиссионные механизмы и требования к обороту ценных бумаг играют ключевую роль при формировании фондового рынка, предопределяя его структуру и глубину. Конкуренция в стремлении привлечь инвестиции побуждает государство стимулировать внутренний спрос, обращать внимание на проблемы внутренних инвесторов, пересматривать регулятивную политику в соответствии с сегодняшними реалиями. Современные системы управления фондовым рынком в развитых странах базируются не только на оттачивании регулятивной политики государства, но и на использовании механизмов саморегулирования. Стартовые издержки на становление институтов саморегулирования на фондовом рынке обычно компенсируются повышением качества управленческих процессов за счет функционирования механизмов обратной связи, защиты внутренних инвесторов. Поэтому при анализе тенденций развития системы регулирования российского фондового рынка стоит учитывать результаты деятельности и потенциал отрасли саморегулируемых организаций.

При решении текущих управленческих задач не менее важно работать на перспективу. Поэтому особую значимость имеет самоанализ или глубинное изучение систем государственного регулирования основных секторов фондового рынка, таким как рынок акций, долговой рынок и рынок ликвидности.

Целью диссертационного исследования является выявление места и роли государственного регулирования фондового рынка в системе макроэкономического управления, особенностей данного регулирования в условиях кризисных явлений и неустойчивого развития, с учетом зарубежного опыта и современного состояния мировой экономики и ведущих мировых держав, выработка конкретных предложений по совершенствованию методологии государственного регулирования фондового рынка в Российской Федерации.

Достижение цели диссертационной работы определило постановку важнейших задач исследования:

- анализ государственного регулирования фондового рынка в современных условиях;
- исследование механизмов и проблем государственного регулирования фондового рынка в РФ;
- разработка предложений по развитию механизмов государственного регулирования фондового рынка, эмиссии и обращения ценных бумаг, деятельности саморегулируемых организаций на рынке ценных бумаг, системы государственного управления процессами на долговых рынках и рынке ликвидности, деятельностью пенсионных фондов с точки зрения привлечения «длинных» денег.

Объектом диссертационного исследования выступает государственное регулирование фондового рынка, направленное на обеспечение стабильного развития финансового сектора экономики и повышение его ликвидности.

Предмет исследования составляет совокупность механизмов и инструментов взаимодействия профессиональных участников фондового рынка и системы государственного регулирования фондового рынка.

Теоретической и методологической базой исследования послужили труды отечественных и зарубежных экономистов в области регулирования и управления глобальными и национальными фондовыми рынками.

В диссертации нашли применение методы системного анализа, статистических исследований и экспертных оценок.

При подготовке диссертации автор опирался на работы ведущих российских экономистов Кондратьева Н.Д., Абалкина Л.И., Петракова Н.Я. Также в работе широко использовались труды российских экономистов: Кудрина А.Л., Миркина Я.М., Абрамова А.Е., Виссарионова А.Б., Вайна С., Соловьева Д.В., Чирковой Е.В., Малькова А.В. и др.

В процессе работы автором были использованы результаты современных исследований зарубежных ученых, таких как Мински Х., Стиглиц Дж., Киндлбергер Ч., Делонг Дж., Шлейфер А., Талейб Н. и др.

В качестве информационной базы исследования использованы статистические отчетные материалы Росстата, Минэкономразвития России, аналитические материалы министерств и ведомств Российской Федерации, специализированных российских и иностранных изданий, результаты расчетов, выполненных автором.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в выявлении особенностей государственного регулирования фондового рынка в современной России, разработке и обоснованию механизмов и инструментов государственного регулирования, применимых на фондовом рынке с целью повышения эффективности функционирования и финансовой устойчивости национальной экономики.

Основные обладающие новизной научные результаты, полученные автором в процессе исследования и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

1. Определены особенности государственного регулирования в условиях кризиса мировой экономики и нестабильности ее развития, заключающиеся: в формировании распыленного регулирования с выделением главного регулятора в банковском секторе; в формировании диверсифицированной системы без выделения главного регулятора; в создании мегарегулятора.
2. На основе критического анализа используемых методов государственного регулирования на фондовом рынке, проведена оценка эффективности применения квазирыночных методов, вербальных интервенций, монетарных методов, политико-административных способов государственного воздействия на фондовый рынок;
3. Выявлены современные формы развития систем государственного регулирования на мировых рынках капитала:

- *унификация и стандартизация механизмов регулирования* присущая наднациональному регулированию;
- *проведение скоординированных интервенций*, синергетический эффект которых достигается благодаря развитию глобализации;
- использование системы *централизованного регулирования* на базе мегарегулятора.

4. Разработаны предложения, направленные на повышение эффективности государственного регулирования на фондовом рынке: изменение подхода к проведению государственных интервенций на рынке акций; учет корпоративной практики публичных размещений ценных бумаг в ходе проведения программ приватизации госимущества; оценка рисков концентрации крупных участников рынка; корректировка механизма размещения бюджетных средств на депозитных аукционах Министерства Финансов с учетом согласованности действий с Банком России.

5. Разработана методика государственного регулирования деятельности пенсионных фондов, направленная на привлечение долгосрочных инвестиций на внутренний рынок, с учетом предложений по повышению потенциальной доходности инвестируемых пенсионных накоплений населения.

Соответствие паспорту специальности. Содержание диссертации соответствует области исследований п. 6.7 «Государственное регулирование фондового рынка» специальности ВАК 08.00.10 – «Финансы, денежное обращение и кредит».

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в работе предложений по совершенствованию методологии регулирования фондового рынка Российской Федерации в специфических условиях мирового кризиса и нестабильности развития экономики.

Практическая значимость результатов исследования состоит в том, что рекомендации и выводы, содержащиеся в диссертационной работе, направлены на развитие государственного регулирования фондового рынка Российской Федерации, стабилизации экономического развития, нивелирования кризисных явлений, развитие государственного управления долговыми рынками и рынком ликвидности, пенсионными фондами и могут использоваться при планировании и программировании социально-экономического развития в работе Министерства экономического развития Российской Федерации, Министерства Финансов и других федеральных органов исполнительной власти.

Апробация результатов исследования. Предложенные в диссертационной работе методические положения, выводы и рекомендации были использованы в работе Министерства экономического развития Российской Федерации при разработке предложений по формированию проекта федерального бюджета в программной структуре и предложений по совершенствованию бюджетного законодательства с учетом внедрения государственных программ Российской Федерации.

Объем и структура работы. Диссертация состоит из: введения, трех глав, заключения, библиографии. Работа изложена на 138 страницах основного текста, включая 8 таблиц, 7 рисунков.

Первая глава «Роль государственного регулирования глобального и национального фондового рынка» посвящена обзору мировой практики государственного управления в области фондовых рынков, в том числе в условиях кризиса, рассмотрению причин возникновения финансовых пузырей разного масштаба и их последствий.

Во второй главе «Анализ современных проблем и механизмов государственного регулирования фондового рынка в РФ» рассматриваются актуальные проблемы российского государственного регулирования механизмов эмиссии и обращения ценных бумаг, механизмы саморегулирования на рынке ценных бумаг.

Третья глава «Пути повышения эффективности государственного регулирования фондового рынка РФ» содержит комплекс разработанных предложений автора по повышению эффективности государственного регулирования фондового рынка на рынках акций, облигаций и рынках ликвидности. В главе также представлена концепция регулирования деятельности государственных и частных пенсионных фондов на пути привлечения «длинных» денег в российскую экономику и фондовый рынок.

II. Основные положения диссертационного исследования, выносимые на защиту и практические рекомендации

1. Определены особенности государственного регулирования в условиях кризиса мировой экономики и нестабильности ее развития, заключающиеся: в формировании распыленного регулирования с выделением главного регулятора в банковском секторе; в формировании диверсифицированной системы без выделения главного регулятора; в создании мегарегулятора.

Специфика модели регулирования на рынках США заключается в распыленном регулировании с выделением главного регулятора в банковском секторе. Регулирование осуществляется через несколько государственных и частных организаций, с функционированием института саморегулирования. Банки, страховые и прочие компании, входящие в финансовый холдинг, подотчетны соответствующим регуляторам, при этом в отношении самого холдинга действует принцип главного регулятора. В банковском секторе наиболее авторитетным регулятором является Федеральная резервная система (FRS), функции регулирования выполняются также Управлением контролера денежного обращения (ОСС), государственными банковскими комиссиями в 50 штатах, контролирующими деятельность местных банков. После кризиса с ипотечными производными инструментами регулятивная политика США все больше концентрируется на

механизмах пруденциального надзора на рынке деривативов, предпринимая попытки перемещения большей части внебиржевого рынка торговли производными инструментами в русло биржевого рынка. Наиболее актуальными и значимыми событиями в области регулирования фондового рынка США стало принятие закона Додда-Франка о реформировании финансового сектора и разработка многочисленных правил на основании этого закона, которые концентрируются на защите прав потребителей, повышении прозрачности рынка, создании системы контроля рисков и надзора.

В странах Евросоюза в наднациональном масштабе функции по регулированию фондового рынка осуществляются Европейской системой центральных банков (ESCB) во главе с Европейским Центральным Банком, Комитетом европейских регуляторов рынка ценных бумаг (CESR), Европейским управлением по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA), которое подчинено Европейской Комиссии и Совету ЕС. В области реализации наднационального регулирования действует Директива Евросоюза «О рынках финансовых инструментов» - MiFID, которая регламентирует свободное движение капитала и инвестиций внутри Евросоюза, и разграничивает требования к организованным торговым площадкам и внебиржевым торговым системам. В части интеграционного процесса Европейский Центральный Банк в отношении системы расчетов с ценными бумагами проводит политику независимую от отдельных интересов стран участниц ЕС, которые вынуждены поддерживать подобные процессы в ущерб ликвидности местных рынков. Политика европейских регуляторов в области пруденциального надзора на деривативном рынке во многом совпадает с действиями американских властей. Можно видеть ужесточение требований к предоставлению информации по сделкам со всеми деривативами, в особенности кредитно-дефолтными свопами (CDS) и свопами на процентные ставки (IRS), их централизованному клирингу;

соблюдению мер по сокращению рисков по внебиржевым сделкам с деривативами.

Национальным государственным регулятором в Германии является Федеральное ведомство по надзору за оказанием финансовых услуг (BaFin), созданное в 2002 году, которое находится в сфере деятельности Министерства финансов и контролирует значительную долю рынка. Политика BaFin направлена на обеспечение эффективности финансового сектора, платежеспособности его участников и защиту прав банковских вкладчиков и инвесторов. Немецкий Бундесбанк осуществляет часть надзорных функций, несет ответственность за стабильность банковского сектора и контролирует деятельность кредитных организаций.

Система регулирования во Франции представляет собой диверсифицированную систему регулирования без выделения главного регулятора. Регулятивная инфраструктура фондового рынка Франции с институциональной точки зрения имеет сложную структуру, состоящую из нескольких звеньев, подотчетных Министерством экономики, промышленности и занятости. В настоящий момент Ведомство по финансовым рынкам (AMF) имеет статус независимого государственного учреждения и неформально играет ведущую роль на рынке ценных бумаг, осуществляя регулирующие и надзорные функции, включая расследования и применение санкций, за исключением лицензирования.

В Англии управление фондовым рынком в большей степени централизовано и осуществляется Ведомством по финансовым услугам, с расширенным функционалом и управленческими возможностями. Свод правил регулятора включает нормативную базу консолидированных ранее организаций, занимающихся регулированием. В результате создания мегарегулятора, ведомственный контроль осуществляется также на фондовых биржах, клиринговых компаниях и депозитариях. Ведомство по финансовым услугам является неправительственной организацией и

подотчетно непосредственно Министерству финансов, из которого происходит финансирование мегарегулятора.

В Японии после реформы регулятивной системы в 1998г. Министерство финансов фактически стало мегарегулятором на фондовом рынке, которое через Консультационный Комитет устанавливает определенные стандарты и требования к профучастникам.

2. На основе критического анализа используемых методов государственного регулирования на фондовом рынке, проведена оценка эффективности применения квазирыночных методов, вербальных интервенций, монетарных методов, политико-административных способов государственного воздействия на фондовый рынок.

Спекулятивный характер операций и незначительный горизонт инвестирования на фондовом рынке, объяснимый непрозрачностью деятельности компаний эмитентов, низким качеством их корпоративного управления, зарождают тенденцию ориентирования субъектов реального сектора экономики на более короткие инвестиционные проекты. Нехватка финансовых ресурсов, отсутствие возможности рефинансировать свои долги, как следствие оттока капитала могут привести к спаду в экономике и последующему кризису. В связи с этим на пути развития рынка инвестиционных ресурсов усиливается роль государственного регулирования, особенно на рынке ликвидности.

Методы государственного регулирования могут применяться как в рамках одного решения, так и комплексно в рамках комплексной (антикризисной) программы. Роль *квазирыночных методов* сводится к тому, что влияние на рынок оказывается регулятором опосредованно. Государство способно влиять на ситуацию в мировой экономике путем неявных переговоров с крупными игроками фондового рынка, крупными рейтинговыми агентствами. В свете директив Базеля II и III роль рейтингов для компаний банковского сектора существенно возрастает и во многом определяет размер необходимого капитала. Факт изменения суверенного

рейтинга или рейтинга эмитента на практике может оказывать краткосрочное влияние на рынок, так как его вероятность обычно учитывается в ожиданиях участников, а, следовательно, закладывается в текущие цены и доходности инструментов с фиксированным доходом. Можно предположить, что оттягивая факт снижения рейтинга, представители рейтинговых агентств отчасти прибегают к некоторым вербальным интервенциям, что больше присуще представителям государственных регуляторов. Прогнозы о пересмотре рейтингов способны влиять на фондовый рынок в большей степени, чем непосредственное их изменение.

Если путем неформальных переговоров с участниками рынка не удастся изменить ситуацию, регулятор может прибегнуть к использованию *вербальных интервенций*, то есть заявить свою официальную позицию публично, «пригрозив» реальными интервенциями, либо изменением ставок. Подобные методы низкокзатратны, так как не предполагают использование валютных резервов, но не всегда эффективны и зависят от частоты проведения реальных действий. Чем чаще государство прибегает к реальным интервенциям, тем выше эффект вербальных. В том числе, на степень эффективности вербальных интервенций может повлиять авторитет государственного регулятора. Так высказывание представителей менее влиятельных регуляторов обычно в краткосрочной перспективе влияет на динамику лишь национальных рынков. Посткризисная реакция участников глобального фондового рынка показывает высокую степень зависимости вербальных интервенций от действий ФРС и ЕЦБ, соответственно.

Принципы работы традиционных *монетарных методов*, в том числе реакция целевой процентной ставки ФРС на инфляцию и экономические циклы, описывает правило Тейлора. Однако в нем не учитываются современные нетрадиционные методы монетарной политики, такие как программы количественного смягчения со стороны ФРС или антикризисные операции долгосрочного рефинансирования банков со стороны ЕЦБ. Эффективность нетрадиционной монетарной политики неоднозначна. С

одной стороны можно видеть растущую динамику фондовых индексов и достижение локальных максимумов. С другой – на новостях о возможном сворачивании программы денежного стимулирования индексы вновь стремятся вниз. При стремительном увеличении денежной массы и переаллокации значительной ее части в активы фондового рынка возникает риск раздувания нового финансового пузыря. Несмотря на господствующую идеологию невмешательства государства в бизнес, наличие прецедентов по спасению компаний от банкротства либо купированию последствий их краха нередко подталкивает финансистов глобального фондового рынка к заключению рискованных сделок, разработке новых инновационных продуктов, их распространению среди инвестиционного сообщества. Безусловно, нельзя отрицать успешность государственной поддержки, когда «бесшовно» нивелируются последствия реструктуризации банкрота, а saniруемым компаниям удается досрочно погасить государственные кредиты. Однако менеджмент компаний, видя множество примеров такой поддержки, может пренебрегать определенными рисками, полагаясь на глобальные масштабы своих проектов.

Государство способно влиять на динамику фондового рынка также с помощью *политическо-административных методов*. Эти методы способствуют увеличению волатильности и нестабильности на рынках, особенно сильное влияние оказывают решения, касающиеся урегулирования военных конфликтов, которые могут в считанные секунды повлиять на цены сырьевых активов. В условиях кризиса механизмы регулирования волатильности могут оказаться весьма эффективными, оказывая влияние на стоимость привлечения ресурсов в перспективные для страны отрасли.

3. Выявлены современные тенденции развития систем государственного регулирования на мировых рынках капитала:

А. Унификация и стандартизация механизмов регулирования, объединяющие национальные политики регулирования с целью объединения усилий в области надзора и контроля на национальных и глобальных

фондовых рынках. Данные процессы поддерживаются и обеспечиваются за счет деятельности Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и ряда авторитетных саморегулируемых организаций, таких как Международная ассоциация свопов и деривативов (ISDA), Международная ассоциация рынков капитала (ICMA). Стандартизация механизмов регулирования предполагает использование единого подхода и соблюдения общих принципов, касающихся как государственных регулирующих органов, так и институтов саморегулирования, использование стандартной документации для оформления сделок с ценными бумагами. Процессу стандартизации подвержены требования к эмитентам и участникам рынка ценных бумаг.

Б. *Проведение скоординированных интервенций*, синергетический эффект которых достигается благодаря развитию глобализации. На степень эффективности вербальных интервенций может повлиять авторитет государственного регулятора. Так высказывание представителей менее влиятельных регуляторов обычно в краткосрочной перспективе влияет на динамику лишь национальных рынков. Посткризисная реакция участников глобального фондового рынка на выступления таких чиновников как Б. Бернанке или М. Драги, показывает высокую эффективность вербальных интервенций от действий ФРС и ЕЦБ, соответственно. Наибольшее влияние оказывают скоординированные вербальные интервенции. Перечень возможных действий регулятора сначала описывается в прессе, потом с официальной речью выступает представитель государственного регулятора США, затем Евросоюза.

В. Использование системы *централизованного макрорегулирования* на базе мегарегулятора. Наиболее распространенным способом построения системы госрегулирования в области фондового рынка является создание мегарегулятора. Выделение специальной структуры с функциями надзора за всеми финансовыми организациями, включая банки (Австралия, Великобритания, Германия, Корея, Польша, Япония), а также сохранение

регулирующего органа без передачи ему надзорных функций в области кредитных организаций, банков (США, Китай, Индия). Принципы построения систем, где практически все функции регулирования выполняется одним ведомством или структурой, обладают общими специфическими чертами. Во-первых, создание такого ведомства происходит путем консолидации разрозненных подразделений существующих регуляторов и профучастников, их функций по регулированию и контролю деятельности на фондовом рынке. Во-вторых, функционирование мегарегулятора обычно осуществляется на основе специального законодательного акта, устанавливающего статус, полномочия и сферу его ответственности. В-третьих, во многих странах используются схожие принципы финансирования мегарегулятора. Источниками финансирования обычно выступают федеральный бюджет (США) либо взносы профессиональных участников рынка (Великобритания, Германия).

4. Разработаны предложения, направленные на повышение эффективности государственного регулирования на фондовом рынке.

Повысить эффективность участия государства на рынке акций в условиях кризиса и нехватки ликвидности могло бы стимулирование крупных частных, частно-государственных корпораций и банков к участию в инвестициях за счет предоставления гибких условий кредитования и/или рефинансирования долгов в будущем. Перспективным вариантом поддержки рынка акций может служить участие государства в качестве основного кредитора участников торгов, основного игрока на рынке ликвидности, нежели второй стороной по сделкам купли-продажи акций.

Несмотря на размер прибыли, полученный в ходе реализации моделируемых торговых стратегий, срочностью от двух до пяти лет (Таблица 1), оценка степени их влияния на динамику российского фондового рынка в сопоставлении с фондовым индексом развивающихся стран (Рисунок 1) подтверждает вывод о слабой эффективности механизма государственных интервенций с использованием прямых покупок.

Коэффициент корреляции между индексами по недельным данным на протяжении 6 месяцев с момента начала интервенций оставался в интервале 0,85 – 0,91, тем самым нивелируя интервенции государства на рынке акций.

Таблица 1 – Расчет прибыльности интервенций Внешэкономбанка на рынке акций в период 2008-2013 г.

Эмитент	Доля в портфеле	Стоимость вложений, млрд. руб.	Цена покупки в ноябре 2008 (ср.взв.), руб.	Прибыль 2010, млрд. руб.	Прибыль 2013, млрд. руб.
ОАО «Новатэк»	5%	4,25	68,34	12,10	20,88
ОАО «Газпром»	10%	8,50	112,79	4,63	2,62
ОАО НК «Роснефть»	20%	17,00	102,31	19,71	23,86

Непосредственная государственная скупка акций на фондовом рынке в условиях кризиса наоборот может лишь добавить негативных настроений и выступать своеобразным индикатором для участников рынка, подчеркивая факт не востребованности акций среди профессиональных участников рынка.

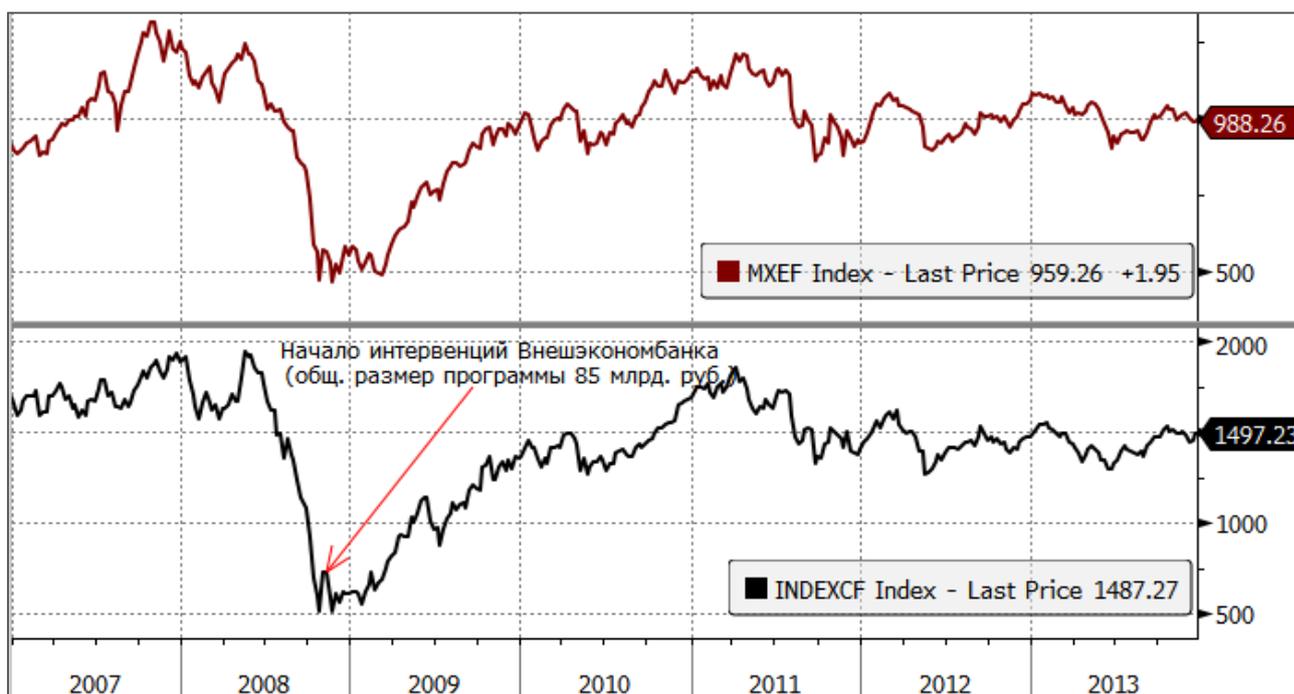


Рисунок 1 – Динамика индексов ММББ и MSCI Emerging Markets (источник: информационное агентство Bloomberg).

Напротив, активизация покупок крупных участников рынка со среднесрочным и долгосрочным горизонтами инвестирования выступит

сигналом к развороту негативного тренда и спровоцирует изменение новостного фона в позитивную сторону. В этой связи от государственного регулятора потребуется не только проработка вопроса предоставления ликвидности и кредитных ресурсов, но и внедрение контрольных функций за операциями крупных участников рынка, которым будут «делегированы» права на осуществление интервенций. Критериями государственного контроля могут стать долгосрочный характер операций,

отбор фундаментально недооцененных отраслей и акций компаний с точки зрения финансового и ситуационного анализа, следование стратегии преимущественного выкупа блокирующих пакетов компаний с малой и средней капитализацией.

Увеличение предложения акций на открытом рынке способно повысить его ликвидность, а успешное проведение публичных размещений (IPO) и дополнительных выпусков (SPO) поднять капитализацию самих компаний. Выполнение государственной программы по приватизации имущества через реализацию крупных пакетов акций требует тщательной проработки вопроса ценообразования. В расчетах диапазона приемлемой цены размещения активов следует учитывать сложившуюся практику корпоративного финансирования и методов оценки, используемых инвесторами для расчета действительной цены, допуская некоторый дисконт для обеспечения первоначальной доходности размещения. Подобная стратегия позволит в долгосрочной перспективе с большей эффективностью использовать механизмы привлечения финансовых ресурсов.

При регулировании долгового рынка и рынка ликвидности стоит учитывать определенное влияние рейтинговых агентств, так как их оценкам подвергаются не только корпоративные кредиты и облигации, но и суверенные долги разных стран. Опыт государственного управления в

условиях долгового кризиса в Европе показал, что путем манипулирования юридическими терминами в кредитных соглашениях удалось избежать дефолта Греции, который не подпадал под формальное определение дефолта, в то время как процессы реструктуризации долга были уже запущены. Объективная и полноценная оценка текущей ситуации, построенная на актуальной информации и мониторинге узловых точек внебиржевого рынка облигаций, и позиционирование в волновой динамике деловых циклов поможет государственному регулятору заранее спланировать антикризисную программу. Несмотря на избыточные показатели ликвидности рынка в целом, некоторые инструменты могут иметь и изменять свою ликвидность иначе, чем остальные. Риск концентрации крупного участника рынка на определенных инструментах может быть реализован при расширении спрэдов и снижении ликвидности таких инструментов, что в конечном итоге, может привести к кризису ликвидности всего рынка.

При согласовании действий регулятора со стороны Министерства Финансов и Банка России государство способно успешно размещать образовавшийся избыток бюджета на депозитных аукционах. Сочетание низких лимитов на аукционах прямого РЕПО Банка России с ограниченным предложением ликвидности на рынке межбанковского кредитования позволит реализовать большой объем средств на депозитных аукционах Министерства Финансов.

5. Разработана методика по привлечению долгосрочных инвестиций на внутренний рынок через государственное регулирование деятельности пенсионных фондов, с учетом предложений по повышению потенциальной доходности инвестируемых пенсионных накоплений.

В условиях бюджетного дефицита пенсионной системы, который без помощи федеральных дотаций не позволяет в полном объеме производить выплаты существующим пенсионерам, размещение какой либо части пенсионных отчислений под неэффективную ставку или вовсе инвестирование этих средств с убытком, когда доходность инвестиционного

портфеля пенсионных накоплений не превышает или значительно ниже индекса потребительских цен (Рисунок 2), несет серьезные риски.

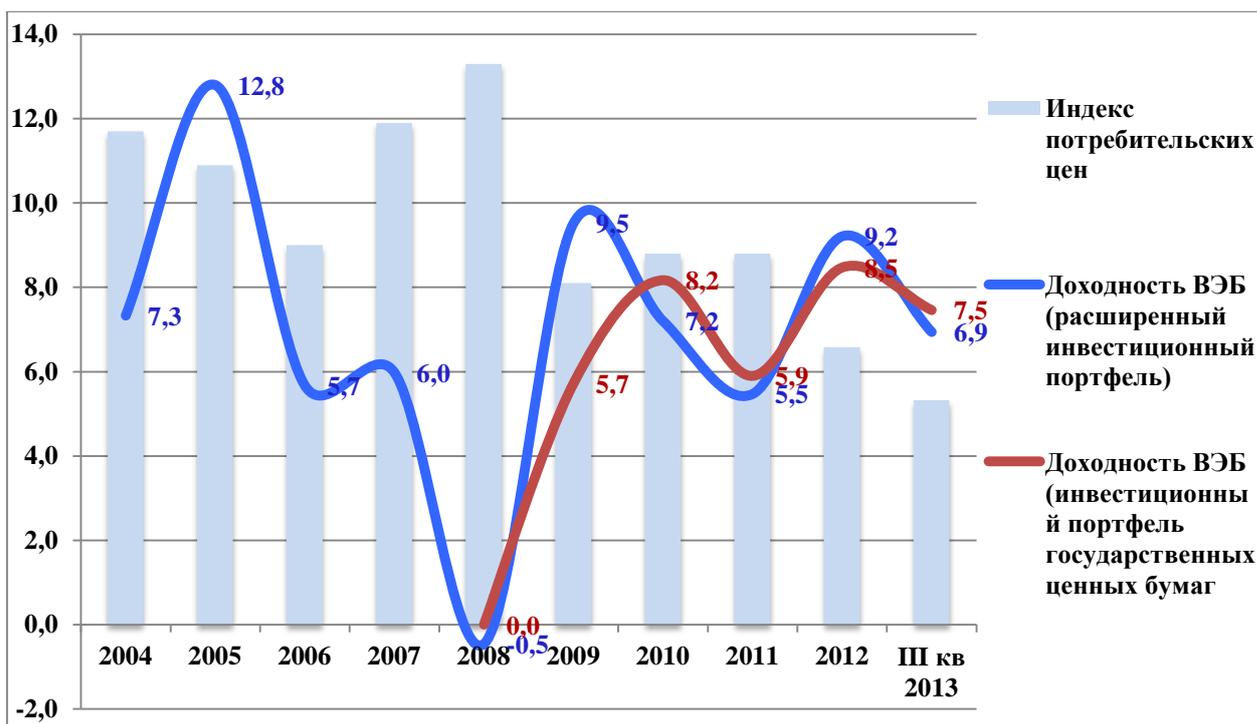


Рисунок 2 - Инфляция и доходность инвестирования пенсионных накоплений.

Отсутствие гарантированного дохода от вложений и узкий круг инвестиционных инструментов делают большую часть пенсионных накоплений не достигаемой для инвестирования в акции и облигации даже первоклассных корпоративных эмитентов. Что говорит о крайне низком использовании пенсионных средств на пути решения проблемы по привлечению длинных денег на рынок акционерного и долгового капитала.

В рамках повышения эффективности вложений пенсионных накоплений государству необходимо найти компромисс между желаемой доходностью и рисками возможных потерь. Разработка нескольких вариантов инвестиционных стратегий, с различным соотношением «риск-доходность» позволит расширить коридор инвестиционной доходности по портфелям и разделить ответственность за возможные убытки от инвестирования между государством и населением. Причем в рамках накопительной системы у населения должно оставаться право выбора портфеля не только при введении

добровольных программ пенсионных отчислений, но и при сохранении обязательной накопительной части. Наполнению сегментированных по риску портфелей должно предшествовать увеличение глубины фондового рынка, например, за счет стимулирования рынка IPO и упрощения механизмов секьюритизации. Расширение линейки торгуемых инструментов позволит в большей степени диверсифицировать портфели управляющих, а также повысить инвестиционную привлекательность фондового рынка для иностранных инвесторов.

Методологическая проработка механизмов ценообразования секьюритизированных инфраструктурных инструментов или существующих долговых ценных бумаг эмитентов является важной задачей в рамках расширения инвестиционных портфелей пенсионных фондов. Механизмы ценообразования, предусматривающие наличие института внутреннего маркет-мейкера, обеспечивающего ликвидность на рынке, будут способствовать сокращению чрезмерной волатильности цен и стабилизируют динамику доходности вложений, повысив точность планирования пенсионных накоплений и их выплат.

Необходимо развивать механизмы биржевого финансирования. Упростив процедурные требования к новым и вторичным размещениям долговых ценных бумаг, при сохранении внутреннего спроса со стороны пенсионных фондов, эмитенты смогут оперативно получать доступ к финансированию. И наконец, после того как риски накопительной системы будут разделены с населением, а инфраструктурные проекты будут предполагать использование механизмов биржевого финансирования, в целях повышения ликвидности рынка государственному регулятору потребуется дополнительное стимулирование внутренних инвестиций. В данном случае уместным будет сокращение максимально возможной доли наличности в портфелях государственных и частных пенсионных фондов.

III. Основные публикации автора по теме исследования

1. Васильев А.А. Современные проблемы государственного регулирования фондового рынка.//Вестник ГУУ. 2011. № 9. 0,37 п.л.
2. Васильев А.А. Особенности государственного регулирования эмиссии ценных бумаг в РФ.//Вестник ГУУ. 2011. № 22. 0,31 п.л.
3. Васильев А.А. Саморегулирование в системе регулирования фондового рынка РФ.//Актуальные вопросы экономики и управления. Сборник научных статей по итогам международной научно-практической конференции, г. Волгоград, 20-21 июня 2011 г. Волгоградское научное издательство, 2011г. 0,22 п.л.
4. Васильев А.А. Государственные интервенции на российском рынке акций.//Экономика и управление: актуальные проблемы реформирования. Сборник научных статей по итогам международной научно-практической конференции, г. Волгоград, 25-26 апреля 2012г. Волгоградское научное издательство, 2012г. 0,36 п.л.
5. Васильев А.А. Приоритетные направления государственного регулирования фондового рынка Российской Федерации.//Вестник ГУУ. 2014. № 1. 0,36 п.л.