

На правах рукописи

Соломатин Александр Васильевич

«Фондовый рынок России как источник реальных инвестиций»

**Специальность: 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(управление инновациями)**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва - 2010

Диссертация выполнена на кафедре макроэкономики Государственного университета управления.

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Логвинов Лев Давыдович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Гретченко Анатолий Иванович
кандидат экономических наук, доцент
Леонова Татьяна Николаевна

Ведущая организация: Российская экономическая академия
им. Г.В. Плеханова

Защита состоится « ____ » _____ 2010 года в 14⁰⁰ часов на заседании диссертационного совета Д212.049.02 в Государственном университете управления по адресу: 109542. Москва. Рязанский проспект, д.99, зал заседаний Ученого совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного университета управления, а с авторефератом на сайте <http://www.guu.ru>

Автореферат разослан « ____ » _____ 2010 г.

Ученый секретарь
Диссертационного совета
к.э.н., доцент

Казанцева Н.В.

Актуальность темы исследования. Фондовый рынок является важнейшим инструментом финансирования и развития экономики. Он играет особую роль, т.к. призван трансформировать сбережения домашних хозяйств и предприятий в инвестиции.

Отечественный фондовый рынок развивается крайне противоречиво. Его количественные изменения весьма редко приводят к качественными изменениями. Российский фондовый рынок по уровню своего развития значительно отстаёт, как от потребностей отечественной экономики в целом, так и отдельных предприятий в частности. Это обусловлено не только ограниченным набором в РФ финансовых инструментов, но и отсутствием необходимой законодательной базы. Потенциал рынка сдерживается из-за слабого развития инфраструктуры, а так же отсутствия в стране современной системы фондовых бирж это обстоятельство определяет актуальность данного исследования, а так же разработку основных вопросов в диссертации.

Практическая значимость работы обуславливается ещё и тем, что развитие фондового рынка позволяет решить такие проблемы, как создание эффективного механизма трансформации сбережений домашних хозяйств в инвестиционные ресурсы, привлечение в российскую экономику иностранных инвесторов, повышение кредитного рейтинга России, а так же повышение уровня жизни населения и экономическое развитие регионов.

Всё это определило актуальность выбранной темы исследования.

Степень научной разработанности проблемы. Различные аспекты содержания фондового рынка, а так же проблемы возрастания его роли в процессе инвестирования реального сектора экономики, в большей или меньшей степени затрагивались на протяжении всего периода развития экономической теории.

Микроэкономические аспекты развития инвестирования посредством фондового рынка подробно изучены в работах видных учёных экономистов: А.Маршала, Л.Вальраса. Основы макроэкономического подхода к инвестированию заложены в трудах Д.М.Кейнса.

В последние годы опубликовано большое количество работ, посвящённых рассмотрению различных аспектов развития фондового рынка. В отечественной экономической литературе проблемы развития рынка ценных бумаг исследованы в трудах: М.Ю. Алексеева, Б.И.Алёхина, Е.Ф. Жукова, Я.М. Миркина, В.Д.Миловидова, Ю.А. Корчагина, Е.В. Семенковой, А.А.Фельдмана и других учёных. Отдельные аспекты проблемы формирования и развития фондового рынка изучены в работах Г.Б.Поляка, Э.А.Уткина, Е.В.Семенковой, И.Т.Балабанова, В.А.Галанова, А.И.Басова.

Среди современных зарубежных экономистов, разрабатывающих вопросы развития рынка ценных бумаг, следует отметить таких как: Л.Дж.Гитман, М.Д.Джонк, Г.Бирман, С.Шмидт, А.Дамодаран, Д.Линдсей, Р.Дорнбуш, Р.Шмалензи, К.Р.Макконнелл, С.Л. Брю, Д.Швагер.

До сих пор остаётся множество, как спорных положений, так и совсем нерешённых проблем. Рекомендации многих учёных по развитию национального фондового рынка, затрагивают лишь отдельные аспекты данных проблем.

Цель и задачи исследования. Цель работы - развитие теории формирования и качественного развития фондового рынка, в российских условиях. Выработка необходимых для реформирования биржевого сектора российского фондового рынка положений и моделей. С этой целью в работе поставлены и решены следующие задачи:

- дана характеристика категории «фондовый рынок»;
- раскрыт механизм и даны рекомендации по регулированию экономических отношений на фондовой бирже (применительно к российским условиям);
- определены направления развития фондового рынка в качестве механизма привлечения реальных инвестиций в российскую экономику;
- дан анализ механизма финансирования компаний посредством эмиссии акций на рынке ценных бумаг в современных условиях;
- предложена система мер по совершенствованию российского фондового рынка и развитию реального сектора производства;

Предметом исследования явились экономические отношения, направленные на развитие реального сектора экономики.

Объектом исследования стала система фондовых бирж и фондовый рынок РФ.

Теоретическую и методологическую базу исследования составили фундаментальные исследования, выводы и положения, содержащиеся в трудах ведущих отечественных и зарубежных авторов по проблемам развития фондового рынка. В работе использованы материалы учебников, монографий и периодических изданий по теме исследования.

В ходе исследования использовались такие общенаучные методы и приёмы, как моделирование, анализ и синтез, методы количественного и качественного анализа, использовались статистические методы сбора и обработки информации, специфические приёмы анализа фондового рынка –

методы технического и фундаментального анализа.

Научная новизна исследования. Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке теоретических и практических аспектов проблемы развития фондового рынка России, а так же в авторской разработке комплексного реформирования фондового рынка в целом и системы фондовых бирж в частности, предложена модель «Центральной фондовой биржи». В диссертации так же предложены соответствующие проекты законодательных и нормативных актов регулирующих развитие фондового рынка России.

Наиболее существенными результатами исследования являются следующие научные положения и выводы:

- конкретизированы причины, сдерживающие развитие отечественного фондового рынка носящие административный, региональный и финансовый характер, а так же предложены пути их устранения;
- в работе обоснованно и введено понятие – Центральная фондовая биржа, включающее такие элементы, как валютный рынок, рынок ценных бумаг, срочный рынок и товарный рынок, Центральный национальный депозитарий, филиальную сеть региональных фондовых бирж, а так же рынок альтернативных финансовых инструментов. В рамках реализации модели «Центральной фондовой биржи» дана оценка развития и предложена система мер по повышению эффективности региональных фондовых рынков путём интеграции в систему «Центральной фондовой биржи». Разработана общая система реформирования и развития инфраструктуры фондового рынка;
- предложены меры по совершенствованию взаимодействия региональных и федеральных органов власти с другими инвесторами в процессе объединения региональных фондовых бирж в единую систему «Центральной фондовой биржи»;
- предложен комплекс мер по реформированию существующей системы контроля на фондовом рынке, а так же предложена Единая система финансового контроля, на региональном уровне создавшая возможность для эффективного сотрудничества ФСФР Российской Федерации и «Центральной фондовой биржи»;
- предложены необходимые изменения в налоговом, гражданском и уголовном законодательствах, необходимые для оптимизации биржевого сегмента фондового рынка;

Практическая значимость исследования. Полученные в ходе диссертационного исследования результаты, позволили выявить текущее состояние отечественного фондового рынка на современном этапе. Ряд

предложений и рекомендаций носят прикладной характер и могут быть использованы при разработке системы мер по реформированию фондового рынка, а именно биржевой системы.

Отдельные положения могут быть рекомендованы для совершенствования законодательной базы регулирующей отношения на российском рынке ценных бумаг.

Результаты исследования могут быть использованы в процессе преподавания вузовского курса экономической теории и инвестиционной политики, при разработке учебных программ и спецкурсов.

Выводы диссертации могут служить теоретической базой для дальнейших научных исследований в области проблем фондового рынка.

Апробация результатов исследования. Основные положения диссертации обсуждались на Всероссийской научно-практической конференции «Стратегическое планирование развития муниципальных образований в условиях реформы местного самоуправления».

Так же, научные положения нашли своё отражение в 5 опубликованных работах общим объемом 1,2 п.л.

Структура работы. Диссертация состоит из введения, трёх глав, заключения и списка использованной литературы. Общий объём работы 152 страницы компьютерного текста, в котором 2 таблицы и 14 рисунков. В списке использованных литературных источников 123 наименования.

В первой главе - «Теоретические основы функционирования фондового рынка» определены экономическое содержание и функции фондового рынка, рассмотрен фондовый рынок, как экономическая категория, определены особенности правового регулирования экономических отношений на фондовой бирже.

Фондовый рынок, как экономическая система состоит из отдельных взаимосвязанных между собой элементов. Эта система обеспечивает финансирование производства товаров и услуг, и заметно расширяет круг инвесторов. Также система фондового рынка увеличивает денежный поток, тем самым обеспечивая приток и перераспределение инвестиций между отраслями и предприятиями. В основе функционирования фондового рынка лежит конкуренция, на базе которой выявляется объективная оценка выгодности инвестирования капитала в ценные бумаги того или иного эмитента.

Следует выделить следующие функции фондового рынка: коммерческая; ценовая; информационная; регулирующая; перераспределительная; аккумулирующая; инвестиционная; функция инструмента государственной финансовой политики.

Ценные бумаги как экономическая категория имеют несколько признаков, определяющих различную форму рождаемых ими отношений. Во-первых, ценная бумага является документом, удостоверяющим имущественные права в форме титула собственности или отношения займа. С этой позиции под ценной бумагой понимается документ, устанавливающий отношения собственности или займа между его владельцем и лицом его выпустившим.

Во-вторых, ценная бумага не только определяет права на ресурсы, но и приобретает собственную материальную основу, которая в свою очередь, может являться предметом собственности, служить объектом купли-продажи, быть переданной в залог и т.д. Более того, сами ценные бумаги могут рассматриваться как воплощение стоимости, права на которую могут отделяться от них, приобретать самостоятельную жизнь, свой рынок ценных бумаг и превращаться в ценные бумаги второго порядка – производные ценные бумаги.

В-третьих, ценные бумаги приносят доход, что делает их капиталом для владельцев. Ценные бумаги определяют совокупность экономических отношений между инвесторами, эмитентами и профессиональными участниками по поводу получения дивидендов, связанных с владением ценной бумагой.

Обращение ценных бумаг происходит в биржевом секторе фондового рынка. Фондовая биржа - организация, предметом деятельности которой являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

Фондовые биржи существуют в основном в двух организационно-правовых формах:

1. Фондовая биржа как некоммерческое партнерство - это некоммерческая организация, созданная ее членами с целью организации торговли ценными бумагами по правилам, которые устанавливаются данной организацией.

2. Фондовая биржа как акционерное общество - это коммерческая организация, нацеленная на получение прибыли и рост курсовой стоимости ее акций. Данная организационно-правовая форма позволяет обеспечить наиболее динамичное развитие для фондовой биржи и как следствие на равных конкурировать за эмитентов и инвесторов.

Во второй главе – «Анализ фондового рынка, как инструмента привлечения инвестиций в российскую экономику» проведён анализ финансирования компаний посредством эмиссии акций на рынке ценных бумаг, так же проанализирована роль фондового рынка в развитии реального сектора производства.

В настоящее время сложился острый дефицит инвестиционных ресурсов внутри России, что заставляет предприятия активнее использовать инструменты фондового рынка для привлечения инвестиционных ресурсов. В то же время общая ситуация в России для долговременного инвестирования сохраняется неблагоприятной.

Анализ крупных сделок по размещению акций и облигационных займов известных российских компаний показал, что совокупный объем привлеченного капитала в 2009 году едва ли превысит 35 млрд. долл. Результаты 2010г. в этой области ожидаются еще более скромными в связи с острыми конфликтами российского правительства с правительствами Объединенной Европы и США по отдельным мировым политическим вопросам, а также в связи с глобальным экономическим кризисом (см. рис. 1).

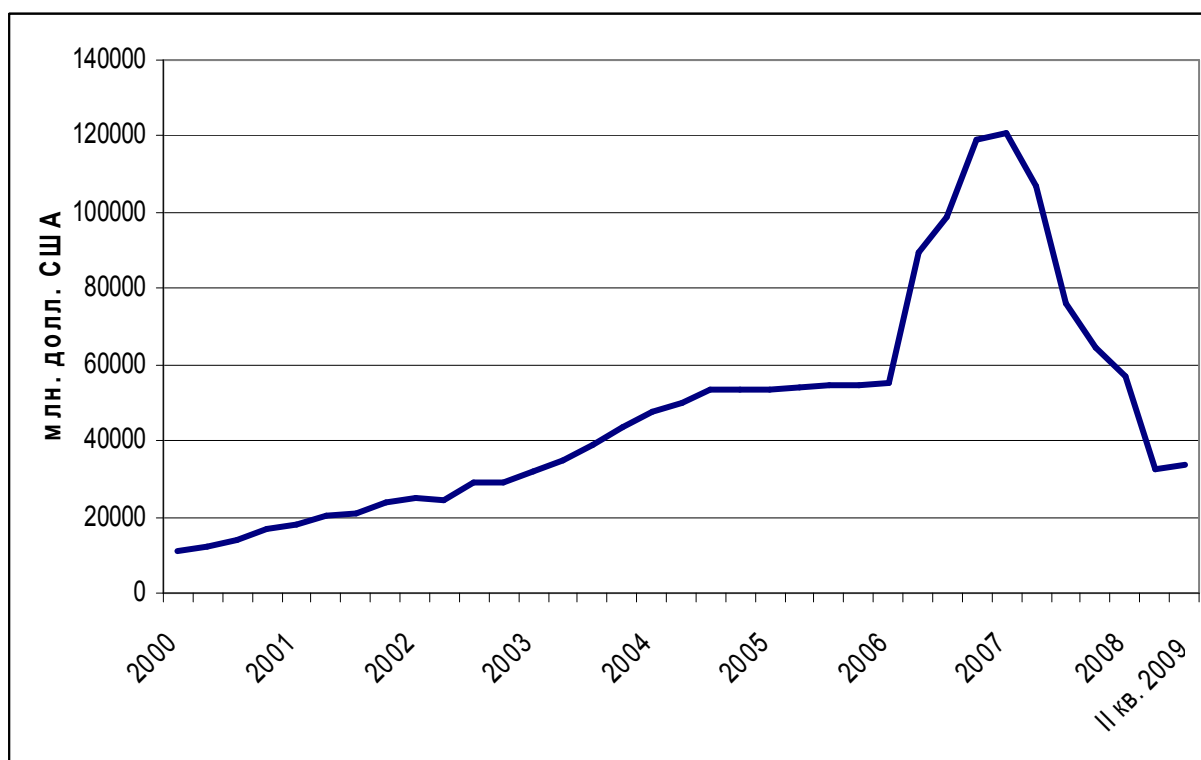


Рисунок 1 Динамика иностранных инвестиций привлеченных в экономику России.

Наиболее успешно долговые обязательства предприятий размещаются на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), где за период с 1999 – 2006 гг. размещено 726 выпусков корпоративных облигаций 628 компаний на сумму 40 млрд. долл. (см. рис. 2), однако в масштабах страны это не так много.

Сложившаяся ситуация внутри страны вынуждает предприятия реального сектора экономики искать инвестиционные ресурсы за рубежом. А именно при

помощи ADR (американские депозитарные расписки) и евробондов.



Рисунок 2. Объем размещения корпоративных облигаций 1999-2006гг. на ММВБ¹.

Масштаб использования ADR в качестве инструмента привлечения капитала для отдельных российских эмитентов, характеризует тот факт, что объем выпуска ADR ОАО «ЛУКОЙЛ» превысил 14% уставного капитала предприятия. Более того объем торгов ADR ОАО «ЛУКОЙЛ» на Лондонской фондовой бирже, даже в кризисный 2009г. превышал 20 млн. долл. в сутки. (см. рис. 3)

Не менее активно российскими предприятиями используется такой инструмент, как евробонды (еврооблигации). На начало декабря 2007г. рынок еврооблигаций, выпущенных российскими эмитентами, оценивался в сумму порядка 81,5 млрд. долл. Наиболее крупными предприятиями, совершившими заимствование при помощи еврооблигаций являются АО «Сибнефть», АО «Татнефть» и ОАО «ЛУКОЙЛ».

¹Медведева М.Б. Использование биржевых механизмов в привлечении компаниями финансирования. 12.04.2007г.

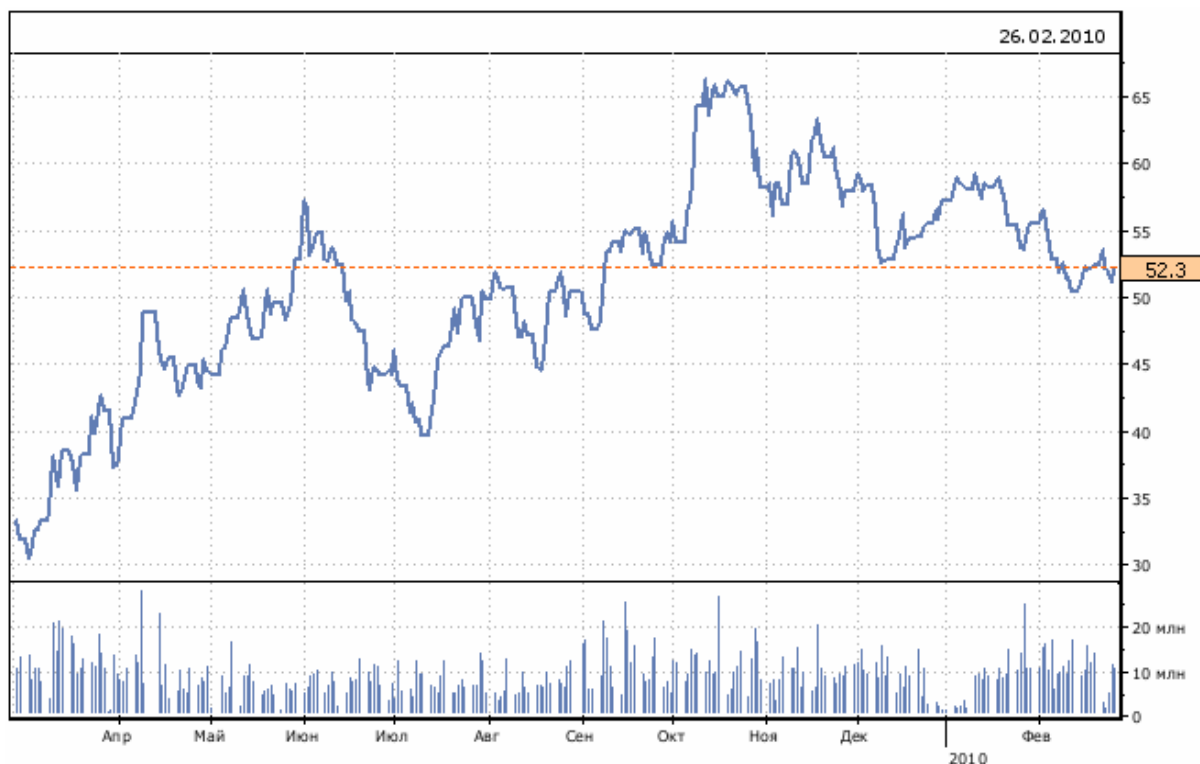


Рисунок 3. Динамика котировок и объём торгов ADR ОАО «ЛУКОЙЛ» на Лондонской фондовой бирже².

Из всего выше сказанного видно, что российские предприятия уходят с отечественного фондового рынка в поисках более эффективного механизма привлечения инвестиций, нежели внутренний рынок ценных бумаг.

В целом анализ развития отечественного фондового рынка за прошедшие 10 лет показал, что:

- рынок ценных бумаг не стал масштабным источником денежных ресурсов для финансирования предприятия;
- значимый интерес предприятий к выходу на рынок ценных бумаг отсутствует;
- доверие инвесторов к российскому фондовому рынку в существенной степени утрачено;
- экономические стимулы для инвестирования в ценные бумаги ослаблены.

В третьей главе – «Реформирование фондового рынка и биржевой системы России, в целях привлечения инвестиций в производственный сектор экономики» рассмотрены основные направления реформирования российского фондового рынка, предложена система мер по реформированию биржевого фондового рынка, рассмотрен процесс развития системы региональных фондовых бирж.

² <http://mfd.ru/MarketData/Ticker/?ID=21#&type=1&step=d&from=26.02.2009&to=26.02.2010&refresh=1>

В настоящее время в России происходит формирование собственной структуры рынка, который создаётся с учетом всего самого лучшего, что уже есть в мире. Эта структура должна эффективно вобрать в себя всё самое необходимое начиная от электронных систем торговли применяющихся за рубежом, и которые постепенно приходят на наш рынок, и заканчивая элементами инфраструктуры и законодательного регулирования.

В диссертации обоснована не только необходимость мобилизации внутренних инвестиционных ресурсов, которые в настоящее время либо вообще не используются либо используются неэффективно (пенсионный фонд, сбережения домашних хозяйств), но и необходимость реформирования биржевого сектора фондового рынка, а так же его инфраструктуры. Для развития российского фондового рынка необходима консолидация торговых систем и инфраструктуры рынка для привлечения инвесторов, как внешних так и внутренних.

Биржевой фондовый рынок один из основных элементов национального фондового рынка, и его развитие, и реформирование, играет важную роль, в социально-экономическом развитии страны. В настоящее время структура биржевого фондового рынка имеет крайне разобщённый характер. Практически в каждом регионе действует своя фондовая биржа, например в Москве действуют даже 2 биржи: это ММВБ и РТС, в Санкт-Петербурге - Санкт-Петербургская Фондовая и Валютная биржи, и т.д. Уральская, Ростовская, Сибирская, Самарская, Нижегородская биржи.

В диссертации показано, что такая система биржевого фондового рынка неэффективна по следующим причинам:

- Основные биржевые торги происходят на двух крупнейших торговых площадках (РТС и ММВБ) на остальных торги либо не ведутся, либо находятся в застойном состоянии по сравнению с вышеуказанными (например, количество сделок на бывшей ростовской, а сейчас на ММВБ-Юг за февраль 2010 всего 39000 для сравнения на ММВБ количество сделок за 1 день 14.02.2010 – 89000.
- Географическая удалённость эффективных торговых площадок и как следствие их недоступность для большей части региональных компаний.
- Высокие требования к компаниям желающим провести листинг на развитых биржевых площадках.

Развитие системы фондовых бирж в России должно преследовать, в первую очередь, рост их конкурентоспособности в сравнении с биржами других стран. Чем больше масштаб биржи, тем больше инвесторов решат прийти именно на эту биржу и торговать именно на ней — тем самым еще более повышая ее эффективность. Кроме того, крупные биржи за счет

«эффекта масштаба» могут снижать размер комиссии за одну сделку. Процесс объединения биржевых площадок позволяет привлечь большее количество клиентов, а значит, выжить в условиях обострившейся конкурентной борьбы.

В условиях обостряющейся глобализации судьба небольших самостоятельных бирж предрешена. Ситуация, когда в России существует несколько конкурирующих между собой бирж не соответствует текущей ситуации обострения глобальной конкуренции.

Стратегия реформирования биржевой системы предполагает:

- Реструктуризацию системы фондовых бирж России.
- Реформирование биржевой инфраструктуры.
- Централизацию учётной и расчётно-клиринговой инфраструктур.
- Формирование законодательной системы защиты прав инвесторов.

Реструктуризация системы фондовых бирж, предполагает создание «Центральной фондовой биржи» с разветвлённой филиальной сетью. Общую структуру Центральной фондовой биржи иллюстрирует рисунок 4.

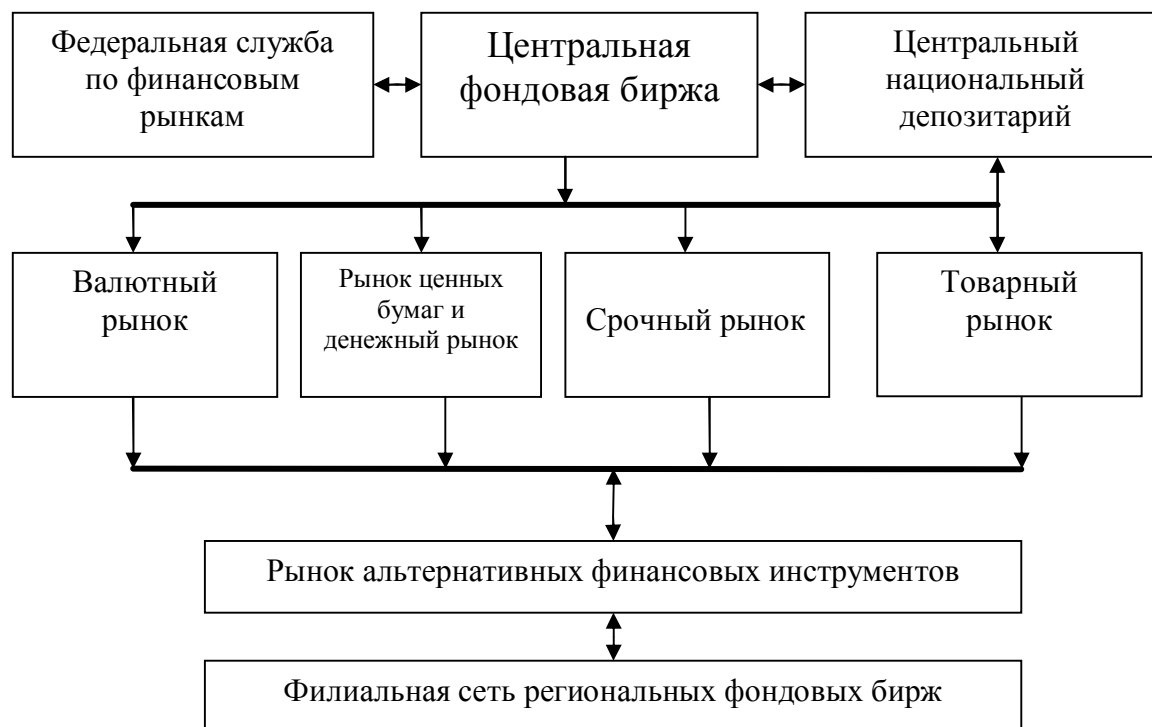


Рисунок 4. Общая предлагаемая структура Центральной фондовой биржи.

Создать «центральную фондовую биржу» можно двумя способами:

1. путём слияния двух наиболее развитых торговых площадок ММВБ и РТС в один крупный биржевой холдинг с последующим развитием филиальной сети.

2. создание крупнейшей фондовой биржи «с нуля», для чего можно адаптировать биржевую систему Великобритании.

Создание биржевой фондовой системы путём слияния двух наиболее крупных торговых площадок, не предполагает дополнительных затрат для профессиональных участников рынка.

Наиболее динамично развиваются фондовые биржи, существующие в форме открытого акционерного общества. Целесообразно при создании «Центральной фондовой биржи» путём объединения двух крупнейших бирж ММВБ и РТС создавать её в форме открытого акционерного общества. Данная организационно-правовая форма позволит без ущерба для учредителей обеих бирж произвести их слияние. Структуру акционерного капитала иллюстрирует рисунок 5.

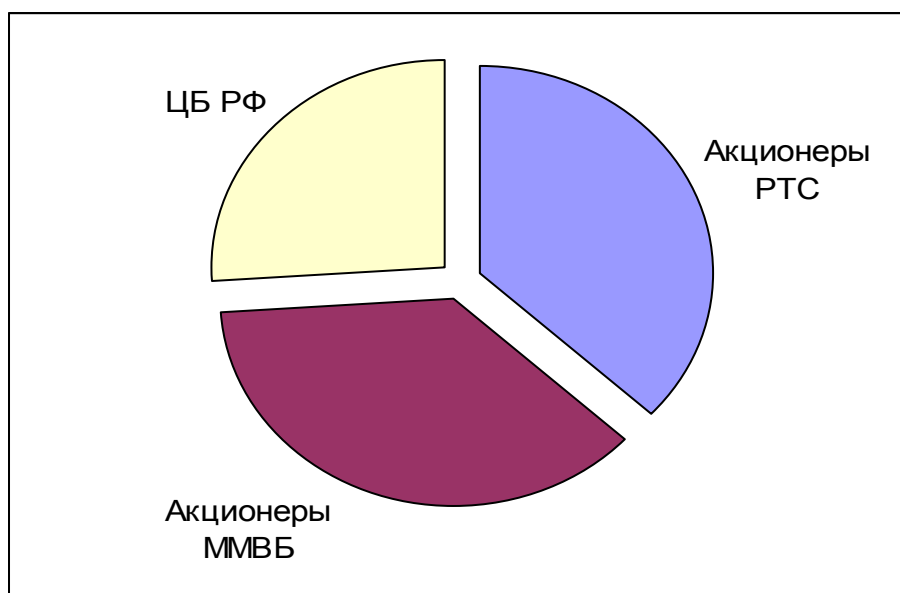


Рисунок 5. Структура акционерного капитала ОАО "Центральная фондовая биржа"

Создание Центральной фондовой биржи «с нуля» даёт возможность разместить её в географически более выгодном месте, чем Москва, а именно в Екатеринбурге или Новосибирске. Оба этих города находятся практически в географическом центре страны, равно удалены как от Владивостока, так и от Калининграда. Это позволит существенно снизить транспортные и накладные расходы для предприятий расположенных за Уралом. Однако создание «Центральной фондовой биржи» «с нуля» предполагает достаточно крупные инвестиционные вливания и кардинальное изменение всей инфраструктуры, что делает этот вариант слишком затратным для его практической реализации.

Очевидно, что для того чтобы фондовый рынок развивался, необходимо наличие торговых площадок, на которых могут эффективно производиться торги ценными бумагами региональных эмитентов тем самым способствуя

притоку инвестиций, в экономику региона. Создание центральной фондовой биржи с разветвленной филиальной сетью явилось бы наиболее эффективным решением данной проблемы. Для скорейшей интеграции посредством филиальной сети региональных эмитентов в систему торгов «Центральной фондовой биржи» необходимо создать и использовать следующие предпосылки внутри регионов:

- Внедрить в регионах высокотехнологичную инфраструктуру рынка ценных бумаг, на основе новейших информационных технологий (создание клиринговых компаний, а так же региональных компаний предоставляющих консультационные и брокерские услуги);
- Сформировать в регионах благоприятный инвестиционный климат, обеспечить создание на местах системы защиты прав инвесторов (этого можно достичь путём создания «прозрачного» биржевого рынка и совершенствования местного законодательства в сфере раскрытия информации об эмитентах и финансовых институтах);
- Совершенствовать налоговую систему, а именно предусмотреть гибкую систему налогового стимулирования путём снижения налоговых ставок для предприятий производящих IPO на Центральной фондовой бирже, как фактор стимулирования отечественных компаний производить IPO на российском фондовом рынке.

Всю совокупность мер по совершенствованию системы взаимодействия и повышению эффективности деятельности инфраструктурных организаций фондовой биржи иллюстрирует рисунок 6.

Для повышения эффективности инфраструктурных организаций обслуживающих Центральную фондовую биржу в первую очередь необходимо по нашему мнению произвести централизацию учетной и расчетно-клиринговой инфраструктур. Основной целью, стоящей перед федеральными и региональными властями при реализации модели «Центральной фондовой биржи», является внесение изменений и дополнений в существующее законодательство, в части регулирования биржевой системы, а так же защиты прав инвесторов и эмитентов. Скорейший переход от модели разрозненной биржевой структуры к модели «Центральной фондовой биржи», которая будет служить эффективным механизмом привлечения инвестиционного капитала в экономику региона, стимулировать инвестиционную активность, а так же усилит позиции страны на мировом финансовом рынке.

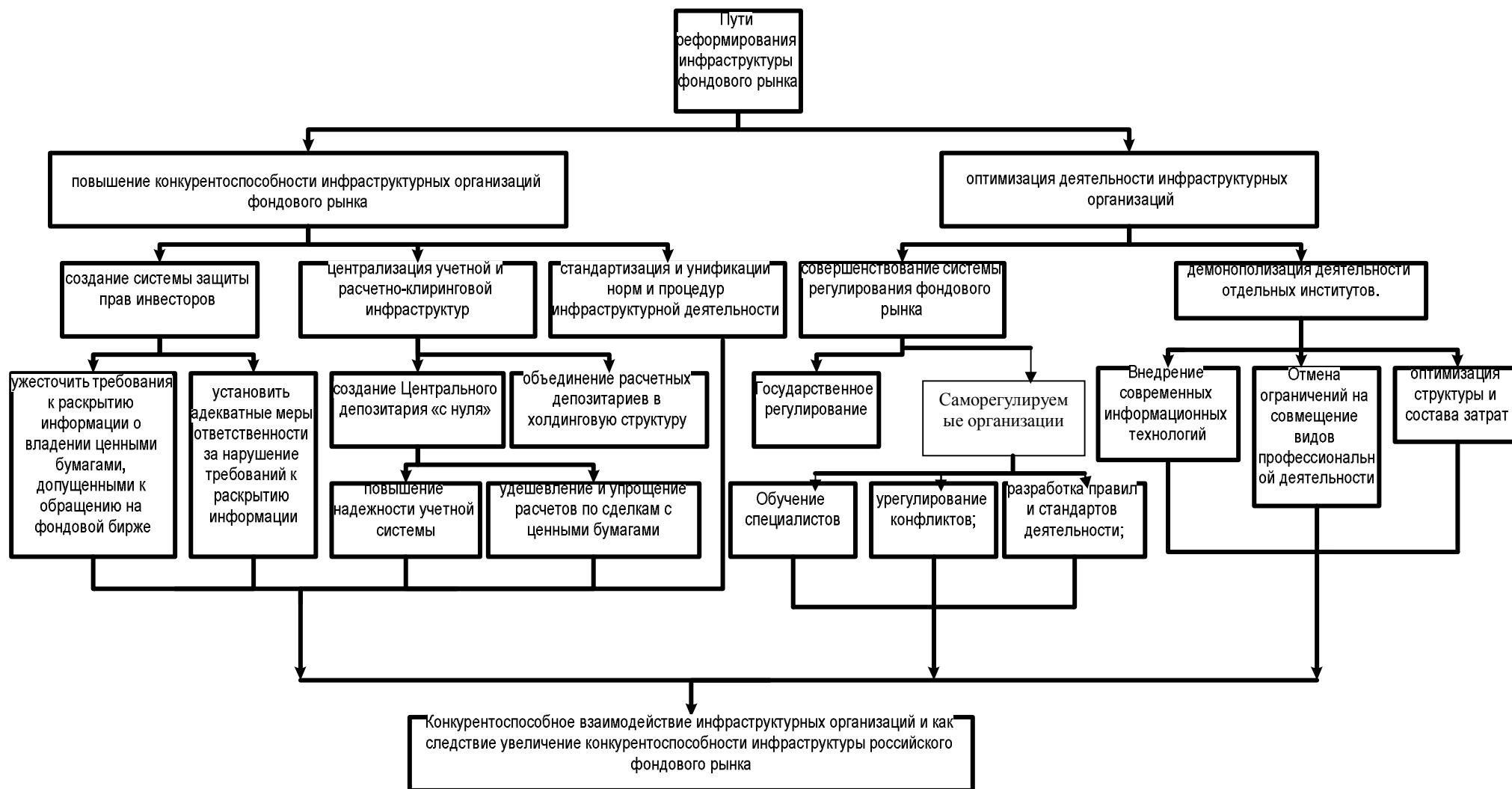


Рисунок 6. Общая схема реформирования инфраструктурных элементов фондового рынка.

Так как, «Центральная фондовая биржа» будет крупнейшим рынком в СНГ и Восточной Европе, логично её последующее превращение в международную фондовую биржу. Это возможно за счёт следующих факторов: выгодное геополитическое расположение; высокий уровень развития инфраструктуры; большое количество финансовых инструментов, эмитентов из разных стран, а так же модель «Центральной фондовой биржи» предусматривает гибкую систему налогообложения финансовых операций.

Реализация модели «Центральной фондовой биржи» в России, повлечёт за собой развитие региональных фондовых рынков, создаст необходимые условия для развития их инфраструктуры и повышения их эффективности. Основная цель, которую необходимо достичь, создавая подобный рынок – это обеспечение привлечения инвестиционных ресурсов реальный сектор экономики регионов.

Основные положения диссертационного исследования нашли отражение в следующих публикациях автора:

1. Соломатин А.В. Взаимосвязь фиктивного и человеческого капиталов, в контексте становления новой экономики. /Экономика Предпринимательство Окружающая Среда. №2 (38). 2009г.,-0,42 п.л.
2. Соломатин А.В. Совершенствование взаимодействия инфраструктурных элементов фондового рынка, как основной фактор развития финансового сектора рыночной экономики. /Инновации и Инвестиции №4. 2009г., - 0,32 п.л.
3. Соломатин А.В. Проблемы привлечения инвестиционного капитала с использованием производных ценных бумаг. /Теоретический и научно практический журнал «Вестник университета» № 23. 2009г., -0,31 п.л.
4. Соломатин А.В. Влияния реформы местного самоуправления на способность городов привлекать заимствования. /Сборник материалов Всероссийской научно-практической конференции «Стратегическое планирование развития муниципальных образований в условиях реформы местного самоуправления. Магнитогорск 14.03.2008г. - 0,12 п.л.
5. Соломатин А.В. Методические аспекты рисков государственного контролёра в бюджетных организациях. /Межвузовский сборник научных трудов по материалам научно-практического семинара по вопросам рисков в современной экономике. Актуальные проблемы управления рисками и страхования. 2007г. -0,13 п.л.