

8.6. ОСНОВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФУНКЦИИ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

Куликова Е.И., к.э.н.,

доцент кафедры «Финансы и кредит»

*Всероссийская государственная
налоговая академия Минфина РФ*

Статья посвящена государственному регулированию российского фондового рынка. Показано, что несовершенство существующего механизма распределения ресурсов через фондовый рынок не позволяет в полной мере реализовать присущие ему макроэкономические функции.

Российская финансово-кредитная система в современном виде не способна обеспечить денежными средствами не только расширенное, но и простое воспроизводство. В последнее время, особенно из-за мирового финансового кризиса, проблемы привлечения финансирования особенно обострились, так как банки считают кредитование особенно малого и среднего бизнеса особо рискованными операциями. Собственного капитала и накопленных амортизационных отчислений предприятиям и организациям не хватает для собственного развития, а тем более на реализацию планов инновационного развития, бюджетное финансирование недоступно большинству коммерческих предприятий.

Представленные в табл. 1 данные о структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования показывают, что только 40% инвестиций в основной капитал осуществляется за счет собственных средств, а 60% – за счет привлеченных.

В связи с этим существенно возрастает роль фондового рынка как источника финансирования, поскольку его главной функцией является обеспечение процесса распределения финансовых ресурсов в экономике. Он соз-

дает условия для свободного межотраслевого обращения капиталов, позволяет превращать сбережения в рабочие инвестиции. Являясь оптимальным распределительным механизмом, финансовый рынок способствует снижению затрат, возникающих в процессе движения капитала. В качестве функционирующего капитала выступает совокупность ценных бумаг, которая обуславливает формирование производных от капитала инструментов финансового капитала, который связан с денежными ресурсами, функционирующими в результате купли – продажи финансовых активов под влиянием спроса и предложения. Однако роль финансового капитала как необходимого фактора экономического роста, позволяющего трансформировать финансовые средства и сбережения в инвестиции, в нашей стране окончательно еще не определилась. Функционирующий капитал, представленный ценными бумагами, оборачивается на рынке. Для того, чтобы функционировать, он должен аккумулировать часть прибыли, мобилизованную с помощью ценных бумаг, тем самым обеспечивая оборот и жизненный цикл всего общественного капитала.

Столетия существования фондового рынка позволили выделить ряд исторических тенденций. Первая тенденция – неограниченный рост капитала, представленного ценными бумагами, т.е. фиктивного капитала. Само возникновение и развитие этого капитала связано с потребностями развития экономики.

Фиктивный капитал представляет собой общественное отношение, суть которого состоит в его способности улавливать некоторую часть прибавочной стоимости. Технический отрыв фиктивного капитала от реального происходит на базе ссуды капитала, в результате чего в руках владельца ссудного капитала остается титул собственности, а реально распоряжается этим капиталом функционирующий предприниматель. Тем самым фиктивный капитал проявляется в форме титула собственности, способного вступать в обращение и, более того, обращаться относительно независимо от движения действительного капитала.

Таблица 1

СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ПО ИСТОЧНИКАМ ФИНАНСИРОВАНИЯ¹

В % к итогу

Показатель	Годы									
	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Инвестиции в основной капитал всего, в том числе по источникам финансирования:	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Собственные средства, из них:	49,0	47,5	49,4	45,0	45,2	45,4	44,5	42,1	40,4	40,0
Прибыль, остающаяся в распоряжении организации	20,9	23,4	24	19,1	17,8	19,2	20,3	19,9	19,4	18,6
Амортизация	22,6	18,1	18,5	21,9	24,2	22,8	20,9	19,2	17,6	18,0
Привлеченные средства, из них:	51,0	52,5	50,6	55,0	54,8	54,6	55,5	57,9	59,6	60,0
Кредиты банков	-	2,9	4,4	5,9	6,4	7,9	8,1	9,5	10,4	11,1
В том числе кредиты иностранных банков	-	0,6	0,9	0,9	1,2	1,1	1,0	1,6	1,7	2,4
Заемные средства других организаций	-	7,2	4,9	6,5	6,8	7,3	5,9	6,0	7,1	6,5
Бюджетные средства, в том числе:	21,8 ²	22,0	20,4	19,9	19,6	17,8	20,4	20,2	21,5	21,0
Из федерального бюджета	10,1	6,0	5,8	6,1	6,7	5,3	7,0	7,0	8,3	8,1
Из бюджетов субъектов Российской Федерации	10,3 ³	14,3	12,5	12,2	12,1	11,6	12,3	11,7	11,7	11,4
Средства внебюджетных фондов	11,5	4,8	2,6	2,4	0,9	0,8	0,5	0,5	0,5	0,3
Прочие	...	15,6	18,3	20,3	21,1	20,8	20,6	21,7	20,1	21,1

¹ С 2000 г. – без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности.

² Включая средства бюджетного фонда государственной поддержки приоритетных отраслей экономики.

³ Включая средства местных бюджетов.

Капитал, инвестированный в ценные бумаги, существует как бы в особой системе координат, и его динамика непосредственно определяется состоянием, конъюнктурой рынка ценных бумаг (РЦБ), далеко не всегда адекватно отражающей реальные экономические процессы.

Категория фиктивного капитала отражает дальнейшее развитие рыночных отношений, и по мере монополизации производства его значение возрастает. Источник доходов по фиктивному капиталу полностью скрыт. Создается представление, что ценные бумаги обладают способностью приносить доход сами по себе. Реально фиктивный капитал опосредует процессы концентрации и централизации капитала, распределения национального дохода через систему государственных финансов.

Следует отметить, что в настоящее время фондовые рынки значительно обособились от реального сектора экономики, и процессы, происходящие в области фиктивного капитала, стали во многом совершенно независимыми от процессов реальной экономики.

В научной литературе с конца 1990-х гг. началось активное обсуждение природы влияния финансовых систем различных типов на экономическое развитие. Выделяют два типа финансовых систем. Первый из них основан на принципе «широкого участия» и соответственно ведущей роли фондового рынка. Финансовые системы второго типа базируются на концентрированной собственности и соответственно ведущей роли банковского сектора.

Сложилось два класса теорий, описывающих различие финансовых систем и особенностей их влияния на экономическое развитие.

Первая группа таких теорий делает упор на способе аккумулирования информации финансовыми системами. Учитывая, что роль информации стремительно повышается в современной экономике, эта группа теорий привлекает к себе все большее и большее внимание. Она утверждает, что банки в основном накапливают информацию о тех компаниях, которые отличаются «высокой степенью консенсуса», т.е. обладают высококонцентрированной структурой собственности, обеспечивающей принятие решений в интересах крупнейшего акционера. Банкам легче работать с такими компаниями – при наличии прямого контакта с ограниченным числом лиц, принимающих решения, они локализируют факторы риска, которые могут привести к невозврату кредитов.

Однако за рамками информационного поля остаются компании малого и среднего бизнеса, а также инновационные фирмы, не имеющие возможности привлечь банковские кредиты из-за повышенных рисков, характерных для этих компаний. Кроме того, процесс предоставления банком кредитов носит субъективный характер, поскольку критерии оценки кредитоспособности заемщика у каждого банка свои.

Необходимо отметить также и тот факт, что система обмена банковской информацией в Российской Федерации до конца не сформирована, хотя появление бюро кредитных историй позволяет надеяться на появление информационной системы, предоставляющей данные о степени надежности того или иного заемщика. Однако, по нашему мнению, подобная информация не является в полной мере рыночной, так как даже отсутствие компании в базе данных бюро кредитных историй не гарантирует получение ею банковского кредита.

В этом отношении механизм реализации функции распределения капитала через фондовый рынок является, по нашему мнению, более информативным, так как позволяет инвесторам широко диверсифицировать знания об объектах инвестирования, накапливая информацию о максимально большом количестве компаний. Тем самым фондовый рынок может предоставлять более репрезентативную информацию о развитии экономики. Кроме того, по той причине, что фондовый рынок собирает информацию с большего количества компаний, он может предоставлять инвесторам данные о состоянии самых различных отраслей, в том числе об отраслях новых направлений. Банки аккумулируют информацию в основном в рамках традиционных отраслей и видов деятельности. Поэтому фондовый рынок оказывается более адекватным механизмом финансирования отраслей новых технологий, обеспечивающим их инвесторов более полным знанием об объекте инвестирования.

Таким образом, фондовый рынок особенно эффективен в качестве механизма финансирования более сложных производств и отраслей, активно использующих достижения научно-технического прогресса. Будучи доступным как механизм финансирования для самого широкого круга предприятий, в том числе и сектора среднего и малого бизнеса, он обеспечивает условия повышения уровня конкуренции, выступает в качестве фактора, препятствующего монополизации отдельных товарных рынков.

Следует также отметить наличие таких показателей рыночной информации, как средневзвешенная стоимость ценных бумаг, формирующаяся под влиянием спроса – предложения, динамика изменения котировок ценных бумаг за любой период времени, фондовые индексы, в том числе отраслевые, рейтинговые оценки тех или иных компаний и бумаг и т.п., отличающихся наглядностью и понятными методами исчисления.

Анализ реализации финансовым рынком процесса распределения финансовых ресурсов в экономике показывает, что повышение эффективности производства непосредственно связано с выполнением финансовыми рынками функции финансового посредничества, которая в большей степени характерна для РЦБ. Основным фактором повышения экономической эффективности выступает повышение эффективности распределения капитала в рамках национальной экономики. Именно эту функцию и выполняет фондовый рынок. Он обладает механизмами, позволяющими продвигать технологические инновации, обеспечивая ускорение экономического развития и осуществляя эффективный отбор инвестиционных проектов.

Таким образом, рассмотрение направлений воздействия фондового рынка на экономику показали, что к числу основных макроэкономических функций, присутствующих РЦБ как сегменту финансового рынка, относятся следующие функции.

1. Ускорение темпов экономического роста через институт финансовых посредников, поскольку, инвестируя финансовые ресурсы более эффективно, в макроэкономическом плане финансовые посредники обеспечивают оптимизацию размещения капитала и соответственно рост общественного (национального) богатства.
2. Повышение эффективности распределения капитала в рамках национальной экономики через изменяющиеся курсы акций и производных от них инструментов, способствующих быстрому восстановлению равновесного состояния рынка при любых его колебаниях.

3. Способствует повышению уровня конкуренции в экономике, поскольку с развитием конкуренции компании все больше и больше нуждаются во внешнем финансировании, роль которого в структуре их инвестиционных ресурсов растет. Кроме того, развитие фондового рынка стирает различия между капиталоемкими и некапиталоемкими отраслями с точки зрения высоты барьеров входа для вновь создаваемых предприятий.
4. Способствует снижению роли внутренних источников финансирования компаний, их собственных средств, поскольку фондовый рынок сокращает стоимость внешнего финансирования фирм. Под внешним финансированием в данном случае понимается финансирование за счет привлеченных ресурсов, т.е. финансовых ресурсов, которые получают компания за счет кредитования и размещения своих ценных бумаг на фондовом рынке.
5. Обеспечивает сдвиг инвестиций в пользу более доходных инвестиционных проектов, реализация которых способна обеспечить более высокие темпы экономического роста и производительности труда. Это обусловлено предоставлением возможностей широкого распределения риска в национальном, а также и в международном масштабах, которое приводит к снижению барьеров для инвестирования в относительно более рискованные (и соответственно более доходные) проекты.
6. Выполнение прогнозных функций посредством анализа ликвидности фондового рынка, условием выполнения которых является информационная эффективность фондового рынка, обусловленная его глубиной и массовостью. Ликвидность фондового рынка выступает хорошим опережающим показателем по отношению к таким макроэкономическим индикаторам, как темп роста реального валового внутреннего продукта, приходящегося на одного жителя; темп роста физического объема основного капитала; темп роста производительности труда.
7. Обеспечение хозяйствующих субъектов рыночной информацией благодаря регулированию процесса раскрытия информации.

Отличительной особенностью такой категории товаров, как финансовые активы, является то, что их качество постоянно изменяется, поскольку зависит от текущих и будущих успехов эмитента ценной бумаги, соблюдения им норм корпоративного управления, состояния макроэкономической среды. Необходимо отметить, что истинные «параметры качества» ценной бумаги невозможно измерить точно, а можно лишь сформировать субъективную оценку этих параметров на основе раскрываемой эмитентом информации и основанных на ней представлений о его будущем. Это свойство финансовых активов как особой категории товаров делает фондовый рынок нестабильным по своей природе. Он является источником возмущений, способных генерировать неустойчивость в макроэкономической среде.

Система проявляет неустойчивость, если возникшее в ней изменение, вызванное случайными факторами или умеренным внешним воздействием, в дальнейшем нарастает за счет внутренних причин. Если же параметры системы возвращаются к прежнему состоянию или не удаляются от него слишком значительно, то такая система является устойчивой. Иными словами, устойчивая финансовая система должна располагать внутренним механизмом нейтрализации случайных возмущений и внешних шоков. Отсюда следует, что повысить устойчивость системы можно двумя путями: уменьшить интенсивность возникающих внутри нее возмущений и сформировать механизм их нейтрализации.

Известно, что в основе макроэкономической устойчивости лежит стабильность финансового положения хозяйственных единиц. Любое ухудшение их финансовых

параметров потенциально является импульсом, направленным на выведение системы из устойчивого состояния. Проблема состоит в том, что этот импульс может быть многократно усилен за счет недостаточного раскрытия и искажения информации об истинном положении дел на предприятии, неразвитости корпоративного управления, гипертрофированности оценок инвесторов. Поэтому государственное регулирование должно быть направлено на подавление этих негативных факторов. Государственное регулирование выполняет функцию мобилизации внутренних сил рынка, поддерживающих его устойчивость, перераспределения ресурсов в экономике а также других макроэкономических функций.

В условиях современного рынка непрерывно обновляющиеся межотраслевые связи многократно усложняют интеграцию отраслей в рыночную систему. Поэтому большое значение для государственного регулирования имеет структура рыночного механизма распределения ресурсов в экономике.

Механизм распределения ресурсов – совокупность видов, форм организации отношений, связанных с распределением и перераспределением ресурсов, специфических методов формирования и использования всех видов ресурсов и способов их количественного определения. Основными видами ресурсов, обращающихся на фондовом рынке, являются, по нашему мнению:

- финансы;
- материальные ресурсы;
- информация;
- кадровые ресурсы.

Структура механизма распределения ресурсов посредством фондового рынка представлена на рис. 1.

Идея А. Смита о разделении и кооперации труда как основе рынка, первичной по отношению к спросу-предложению, ценам, процентным ставкам, приводит к выводу, что разделение и кооперация труда фиксирующиеся понятием «система общественного труда», подтверждена существенному влиянию внешних факторов, среди которых одно из первых мест занимает научно-технический прогресс (НТП).

НТП кардинально изменил систему общественного труда. Ее отраслевая структура, которая в течение многих десятилетий оставалась стабильной, непрерывно обновляется: одни отрасли, а соответственно – межотраслевые связи, отмирают, другие зарождаются.

Технологические межотраслевые связи системы общественного труда изначально сочленяют отрасли рыночной системы, производящие сырье и оборудование, с отраслями, потребляющими сырье и оборудование.

В рыночной системе экономическое свойство отраслей, их статус элемента системы общественного труда, соответственно, – рыночной системы, – это их предрасположенность к производству товаров, эффективных для рыночной системы, для макроэкономики. Отрасль, предрасположенная к производству таких видов товаров, интегрируется экономическими межотраслевыми связями в непрерывно обновляющуюся отраслевую структуру рынка, а соответственно – в рыночную систему; отрасль, не предрасположенная к производству таких товаров, отторгается системой, разрываются ее экономические и, соответственно, технологические связи с другими отраслями.

Таким образом, в рыночной системе отраслевая структура непрерывно обновляется, одни отрасли отмирают, другие зарождаются, а производство товаров

не гарантирует интеграцию отрасли в рыночную систему и их превращение в элемент рыночной системы. В этой связи борьба за ресурсы между отраслями, а соответственно, хозяйствующими субъектами, работающими в той или иной области, обостряется. Поэтому в структуре рыночного механизма распределения ресурсов через фондовый рынок, мы выделили в качестве первого элемента механизма виды рыночных ресурсов, такие ресурсы, которые потребляются каждой отраслью, в результате распределительного процесса, как на макроэкономическом уровне, так и при формировании денежных доходов и накоплений в рамках отдельной организации.



Рис. 1. Структура механизма распределения рыночных ресурсов через фондовый рынок

На практике в сфере государственного регулирования экономики процесс практического воплощения государственной политики реализуется в мероприятиях государства, которые определяют способы организации финансовых отношений применяемых обществом в целях обеспечения благоприятных условий для экономического развития.

В этой связи финансы как вид ресурсов приобретают особое значение, так как фондовый рынок обладает определенными возможностями не только перераспределения финансов между звеньями финансовой системы, но и аккумулирования их и превращения сбережений домашних хозяйств в инвестиции для коммерческих и некоммерческих организаций.

В теоретической модели современного рынка, где номенклатура товаров и межотраслевые связи непрерывно обновляются, критерием, дифференцирующим отрасли, является не только производство различных видов товаров, но и их эффективность для рыночной системы, для макроэкономики. Отрасли, не предрасположенные к производству товаров, эффективных для рыночной системы, она отторгает, разрывая их экономические, а соответственно и технологические межотраслевые связи, аккумулируя при этом концентрирующуюся в системе общественное производство труда первичную экономическую информацию о межотраслевых связях, потребностях в ресурсах и финансах.

В современных условиях информация является важным ресурсом, позволяющим принимать стратегические решения относительно дальнейшего развития бизнеса, перепрофилирования организации, стоимости тех или иных ресурсов. Если бы не сформировалась рыночная структура, аккумулирующая многократно возросшую информацию, необходимую для интеграции товаров в рыночную систему, насыщая этой информацией спрос-предложение, цены, то интеграция товаров в рыночную систему стала бы невозможной.

Кадровый состав участников фондового рынка как вид ресурсов предполагает не только повышение стандартов профессиональной деятельности, уровня компетентности специалистов на РЦБ, развитие системы регулирования и надзора за деятельностью профессиональных участников фондового рынка; повышение конкурентоспособности российских профессиональных участников фондового рынка по сравнению с зарубежными финансовыми институтами, но так же и повышение уровня финансовой грамотности российского населения, как потенциального инвестора.

Следующий элемент механизма распределения рыночных ресурсов – форма организации рыночных отношений, под которой понимается внешний порядок их организации, т.е. установление механизма аккумуляции, перераспределения и использования рыночных ресурсов и условий его реализации на практике.

Структура фондового рынка определяет его инфраструктуру. Инфраструктура фондового рынка представляет собой совокупность финансовых механизмов, институтов и инструментов, необходимых для организации рыночных отношений на фондовом рынке. Существуют три различающиеся по своим функциональным признакам вида инфраструктуры РЦБ – функциональная, инвестиционная (или техническая) и информационная.

В ходе организации рыночных отношений, связанных с распределением и перераспределением материаль-

ных ресурсов между отраслями, используется инфраструктура товарной биржи. В настоящее время на российской товарной бирже ведется разработка и внедрение отраслевых биржевых индикаторов (индексов) товарного рынка, рассчитываемых на основании сделок, заключаемых в различных отделениях секции товарного рынка МФБ с целью предоставления возможности определения равновесных рыночных цен на материальные ресурсы.

На уровне субъектов хозяйствования используются различные формы обеспечения рыночного процесса:

- привлечение финансирования путем эмиссии акций и облигаций;
- IPO, SPO;
- раскрытие существенных фактов финансово-хозяйственной деятельности организаций путем публикации в средствах массовой информации;
- переход на Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО);
- разработка стандартов профессиональной деятельности и имущественной ответственности профессиональных участников РЦБ путем объединения профессиональных участников фондового рынка в саморегулируемые организации.

Методами организации отношений на фондовом рынке называют совокупность способов регулирования распределения рыночных ресурсов и практического осуществления операций, связанных с ними.

На макроэкономическом уровне можно выделить прямые и косвенные методы государственного регулирования. К прямым относятся:

- установление обязательных (нормативных) требований к деятельности эмитентов, профессиональных участников рынка и ее стандартов (стандарты эмиссии, требования к операциям, нормы допуска ценных бумаг к их публичному размещению, обращению, котированию и листингу, правила учета и отчетности ценных бумаг);
- государственная регистрация выпусков (дополнительных выпусков) эмиссионных ценных бумаг и проспектов эмиссий ценных бумаг и контроля соблюдения эмитентами условий и обязательств, предусмотренных в них;
- установление обязательных требований к профессиональным участникам рынка (требования к размеру собственного капитала, квалификационные требования к сотрудникам);
- лицензирование деятельности профессиональных участников РЦБ (лицензия профессионального участника, лицензия на осуществление деятельности по ведению реестра, лицензия фондовой биржи);
- создание системы защиты прав владельцев ценных бумаг (раскрытие информации эмитентами, прозрачность биржевых операций, предупреждение инсайдерских сделок) и контроля деятельности на РЦБ;
- создание системы санкций за отклонение от норм и правил на РЦБ.

Косвенное регулирование фондового рынка осуществляется государством посредством использования находящихся в его распоряжении экономических рычагов и стимулов (система налогообложения или фискальная политика, денежно-кредитная политика и политика регулирования учетной ставки).

На макроэкономическом уровне применяются такие методы:

- управление долгом;
- управление капитализацией корпораций;
- финансовый контроль;
- методы учета рисков;
- методы практического осуществления операций на фондовом рынке;
- взаимодействие с учредителями и т.п.

Способы количественного определения параметров рыночного механизма, имеющих мерные характеристики или финансовые рычаги (налоговые ставки, объем каждого вида финансовых ресурсов в фондовой и не фондовой форме, рыночные процентные ставки и прочие количественные параметры), являются наиболее мобильной частью рыночного механизма распределения ресурсов через фондовый рынок.

К способам количественного определения параметров рыночного механизма на микроэкономическом уровне относятся:

- способы установления справедливой цены;
- способы определения необходимого объема финансовых ресурсов, привлекаемых через фондовый рынок;
- распределение прибыли;
- процентные выплаты по облигациям, дисконты, дивиденды;
- способы определения стоимости паев и т.д.

Необходимость их постоянного изменения и совершенствования диктуется переменой государственного устройства, составом финансовых полномочий на соответствующем уровне управления, методов хозяйствования, условий социального и экономического развития государства. Такие изменения, как правило, обусловлены целями и задачами финансовой политики государства на современном этапе.

Характеристика российского рынка как развивающегося указывает на тот факт, что на нем только складываются те отношения, которые характерны для эффективного рынка. Приближение к эффективному состоянию началось вследствие начала реализации политики экономического либерализма.

Более подробный анализ макроэкономических функций показывает, что существующий механизм распределения ресурсов через фондовый рынок не позволяет в полной мере реализовать эти функции.

Функция ускорения темпов экономического роста через институт финансовых посредников, исходя из предположения о более эффективном инвестировании ими финансовых ресурсов, не всегда подтверждается практикой. Так, если рассмотреть докризисную ситуацию в сфере управления пенсионными накоплениями, осуществляемыми государственными и частными управляющими компаниями на фондовом рынке, то по данным, приведенным в [3], в 2007 г. Внешэкономбанк (ВЭБ) заработал для будущих пенсионеров всего 5,98% при инфляции 11,9%, а за три года (с 1 июня 2004 г. по 30 июня 2007 г.) он заработал клиентам 24,8% годовых, причем рост цен за аналогичный период составил около 34%. У лидера – частной управляющей компании «АГАН» – доходность по пенсионным деньгам составила 7,32%. Таким образом, ни одна управляющая компания не смогла обогнать инфляцию, которая составила 11,9%.

Следует обратить внимание на тот факт, что размещение пенсионных ресурсов на фондовом рынке выступает средством их защиты от инфляции. Следовательно, принципиальное значение приобретают результаты инвестирования и достижение необходимого уровня доходности с учетом уровня инфляции. Именно на это направлена инвестиционная политика каждого конкретного фонда.

Низкая доходность вполне объяснима, ведь в распоряжении ВЭБ в анализируемый период находился очень ограниченный набор финансовых инструментов. В докризисный период ВЭБ мог вкладывать средства будущих пенсионеров только в те ценные бумаги, кото-

рые эмитированы государством либо обеспечены его гарантией. В большинстве своем это высоконадежные государственные ценные бумаги, максимально надежные инвестиционные инструменты с консервативной стратегией инвестирования. Однако нельзя не обратить внимание на тот факт, что распределение финансовых ресурсов накопительной пенсии через государственные ценные бумаги означает рост государственных обязательств. В краткосрочной перспективе данный способ позволяет стабилизировать федеральный бюджет. В долгосрочной, наоборот, возврат взятых государством долгов отрицательно скажется на состоянии бюджета. И вместо того чтобы стимулировать экономический рост через реальное инвестирование производимая повышенная эмиссия государственных облигаций может вызвать инфляционные процессы.

Мировой финансовый кризис внес определенные коррективы в перечень инструментов инвестирования для Пенсионного фонда РФ, позволив вкладывать пенсионные накопления и пенсионные резервы в корпоративные ценные бумаги, однако он выявил ряд существенных негативных моментов, связанных с взаимоотношениями негосударственных пенсионных фондов (НПФ), а также паевых инвестиционных фондов (ПИФ) с управляющими компаниями (УК). Основными из них являются:

- существенное перераспределение активов между УК вследствие кризиса доверия со стороны вкладчиков фондов;
- перераспределение полномочий между УК и самими фондами из-за неисполнения обязательств по минимальной гарантированности доходности при управлении пенсионными резервами (в случае НПФ);
- существенное снижение доходов УК;
- переоценка рисков НПФ и установление более жестких критериев выбора УК и формирование более консервативной инвестиционной декларации;
- невозможность для УК погасить убытки от обесценения активов в связи с кризисом из-за несопоставимости собственных средств УК ее обязательствам перед НПФ и ПИФ.

Функция повышения эффективности распределения капитала в рамках национальной экономики через изменяющиеся курсы акций и производных от них инструментов реализуется благодаря быстрому переключению интересов инвесторов между различными секторами и отраслями экономики, обеспечивая приток капитала к наиболее эффективным предприятиям и проектам. Однако процент присутствия российских компаний на фондовом рынке не так велик, поэтому нельзя говорить о существенном влиянии на отраслевые показатели процессов, которые происходят на фондовом рынке.

Реализация фондовым рынком макроэкономической функции повышения уровня конкуренции за финансовые ресурсы обеспечивает процесс привлечения компаниями внешнего финансирования и действительно нивелирует высоту входным барьеров для капиталоемких и некапиталоемких отраслей. Однако нельзя не учитывать, что котировальные списки бирж предъявляют определенные требования к организациям по капитализации, ежемесячному и среднемесячному объему сделок. Так, например, требования по капитализации обыкновенных акций для котировального списка А1 составляют 10 млрд. руб., для А2 – 3 млрд. руб., для списка Б – 1,5 млрд. руб. Среднемесячный объем сделок для списка А1 – 50 млн. руб., А2 – 5 млн. руб., список Б – 3 млн. руб. Это свидетельствует о создании условий привлечения финансирования для крупных инвесторов.

Тем более что в настоящее время запускаются механизмы привлечения внешнего финансирования через механизмы фондового рынка для компаний малой и средней капитализации и инновационных компаний – это сектора ИРК, РИИ на ММВБ и РТС-СТАРТ в российской торговой системе (РТС).

Таким образом, мы видим, что требования бирж к компаниям, привлекающим финансирование на фондовом рынке, аналогичны банковскому подходу к кредитованию организаций. Однако риски инвестора (в данном случае инвестор является кредитором) на фондовом рынке выше. Это связано с тем, что банки тщательно изучают заемщика, используя для снижения своих рисков индивидуальный подход, инвестор на фондовом рынке ориентируется только на информацию, находящуюся в системе раскрытия информации. Проблема состоит в том, что изменение финансовых показателей эмитента может быть недоступно для инвестора за счет недостаточного раскрытия и искажения информации об истинном положении дел на предприятии, неразвитости корпоративного управления, гипертрофированности оценок инвесторов и т.п. В данном случае финансовые риски полностью ложатся на инвестора, поскольку фондовый рынок только фиксирует и обеспечивает процесс перехода капитала от одного участника сделки купли-продажи к другому, а биржа, в свою очередь, гарантирует только исполнение обязательств по сделкам.

Макроэкономическая функция уменьшения стоимости внешнего заимствования на фондовом рынке, способствующая снижению роли внутренних источников финансирования, особенно для крупных компаний. Это, в основном, негативно сказывается на эффективности предприятия, потому что существует соблазн постоянного привлечения дешевого финансирования без учета эффективности его использования, поскольку выплаты по обязательствам могут осуществляться за счет текущей деятельности. Особенно это проявляется в облигациях государственных займов, когда государство непроизводительно растрчивает полученные средства. Эта форма фиктивного капитала не только не имеет стоимости, но часто и не представляет никакого реального капитала, так как проценты по облигациям выплачиваются в основном за счет налогов.

Реализация функции обеспечения сдвига инвестиций в пользу более доходных инвестиционных проектов, реализация которых способна обеспечить более высокие темпы экономического роста и производительности труда, имеет существенный недостаток, связанный с тем, что при таком подходе не учитываются социально значимые проекты. Такого рода проекты менее доходны и финансируются, как правило, из государственного бюджета. Одним из направлений, позволяющих уменьшить остроту вопроса, явилось возникновение и рост социально ответственных инвестиций (СОИ) и инвестиций устойчивого развития (sustainability investing), характерных для западных фондовых рынков. Например, в США на сектор СОИ в 2007 г. приходилось 2,71 трлн. долл. из 25,1 трлн. долл. активов, размещенных на американском финансовом рынке. Большая часть этих средств находится на индивидуальных счетах, а также в портфелях, управляемых в интересах институциональных и частных инвесторов. За период с 2005 по 2007 г. активы американского сек-

тора СООИ увеличились на 18%, тогда как совокупные активы в управлении – всего на 3%.

Приемлемыми объектами для СООИ признаются компании, которые не только имеют хорошие финансовые показатели, но и удовлетворяют определенным критериям корпоративной ответственности (corporate social responsibility). Под корпоративной ответственностью чаще всего понимается открытая и прозрачная деловая практика, базирующаяся на этических ценностях и уважении к своим сотрудникам, акционерам и потребителям, а также проявление заботы об окружающей среде.

Сегодня наибольшую обеспокоенность у приверженцев СООИ вызывают экологические угрозы, которые сопряжены с риском для жизни на планете: аварии на опасных производствах, особенно на атомных электростанциях, истощение озонового слоя, глобальное потепление. Другим приоритетом выступают трудовые отношения:

- справедливая политика занятости;
- равный подход при приеме на работу;
- достойные условия производства;
- отказ от использования детского труда;
- соблюдение прав человека.

К сожалению, в РФ предпосылок к развитию СООИ не просматривается. Причин много. Это и узость финансового рынка, и низкий уровень развития корпоративного права, и отсутствие акционерной культуры, и многочисленные нарушения прав миноритариев. У инвесторов нет возможности оценить, насколько та или иная компания ответственна в своих отношениях с сотрудниками, потребителями, окружающей средой. Связано это с информационной непрозрачностью большинства эмитентов. Лишь планируемый выход на зарубежные рынки заставляет отечественные компании переходить на международные стандарты отчетности, улучшать практику корпоративного управления и информировать о своей социальной деятельности. Тогда как для западных инвесторов стоимость бизнеса давно уже определяется не только финансовыми факторами, но и теми, которые позволяют судить об устойчивости компании в долгосрочной перспективе и ее социальной ответственности перед обществом.

Макроэкономическая функция фондового рынка, связанная с выполнением им прогнозных функций, и анализ ликвидности на российском рынке зачастую не позволяют судить о динамике таких макроэкономических индикаторов, как темп роста реального валового внутреннего продукта, приходящегося на одного жителя; темп роста физического объема основного капитала; темп роста производительности труда и т.п. Это связано с тем обстоятельством, что ликвидность на российском фондовом рынке обеспечивается в основном ростом цен на нефть на мировых рынках. Тем не менее, судить о динамике роста российской экономики все же можно, если анализировать соотношение фондовых индексов и широкой денежной массы (агрегат M2), поскольку в конечном счете фондовый рынок зависит от объема денег, вращающихся в экономике, о чем наглядно свидетельствует график на рис. 2, отображающий динамику фондового индекса и широкой денежной массы.

Денежная масса – обобщенное выражение наиболее ликвидных и по преимуществу краткосрочных рублевых обязательств государства и финансовой системы перед нефинансовыми организациями и домашними хозяйствами. Сумма этих требований определена

весьма точно. Акции и иные формы долевого участия в капитале организаций – принципиально иной вид финансовых активов: они имеют долгосрочный характер, и их держатели не имеют фиксированных или predetermined заранее денежных требований к корпорациям.

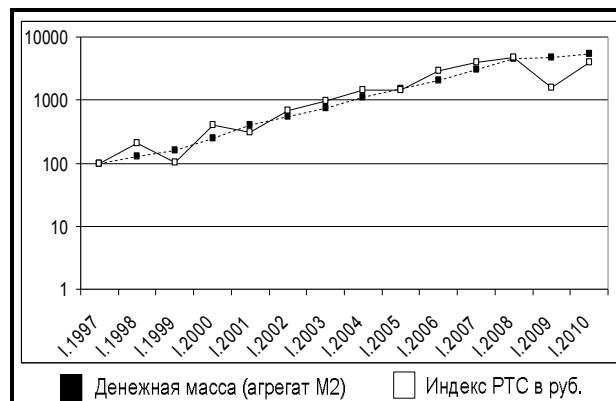


Рис. 2. Сравнительная динамика фондового индекса и денежной массы в РФ⁴

Индексы, в данном случае индекс РТС, рассчитываются как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в список для расчета индекса, к суммарной рыночной капитализации на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату и на корректирующий коэффициент. Расчет рыночной капитализации производится на основе данных о ценах акций и количестве выпущенных эмитентом акций, с учетом доли акций, находящихся в свободном обращении. Списки ценных бумаг, по которым рассчитываются индексы, формируются из акций, отобранных Индексным комитетом РТС на основании показателей капитализации, ликвидности и отраслевой принадлежности эмитента ценных бумаг. Списки акций для расчета индексов пересматриваются раз в три месяца. В базу Индекса РТС входит 50 наиболее капитализированных и ликвидных акций. Индекс RTS Standard рассчитывается на основе 15 наиболее ликвидных акций российского рынка акций RTS Standard, так называемых «голубых фишек». Именно на рынке акций формируется представление инвесторов о будущих доходах корпораций и внутренней ставке доходности инвестиций, но особенно важно то, что динамика изменения индекса позволяет судить о состоянии экономики страны.

Выше говорилось о прогнозной функции, выполняемой РЦБ, в связи с этим попытаемся рассчитать динамику роста российской экономики. Предположим, в 2010 г. номинальный ВВП вырастет хотя бы на 10%: 6-7% прироста обеспечит повышение цен, а еще 3% – увеличение реального производства товаров и услуг. Тогда M2 расширится не меньше чем на 10% – с 15,7 трлн. до 17,3 трлн. руб. (в среднем в период с 2000 по 2009 гг. объем денег в экономике рос на 37,3% в год). Это весьма консервативный сценарий. На самом деле и инфляция, и реальный рост экономики могут ока-

⁴ Значения денежной массы M2 и индекса РТС в руб. на 5 января 1997 г. (первый день торгов) приняты за 100 (динамика показателей отображена на логарифмической шкале). Долларовые значения индекса РТС перемножены на значения курса рубля к доллару на соответствующие даты.

заться на 1-2% выше. В этом случае при неизменном курсе рубля к доллару фондовый индекс РТС, чтобы догнать М2, должен подняться приблизительно до 2 300 пунктов. Необходимо отметить, что на начало марта, когда были доступны свежие данные по денежной массе, он весил чуть более 1 400 пунктов, а в апреле 2010 г. покорил отметку 1 600 пунктов. По данным на июнь 2010 г. индекс РТС равен 1334,5 пунктам.

Таким образом, анализ макроэкономических функций российского фондового рынка дает основание считать, что государственное регулирование не в полной мере выполняет функцию мобилизации внутренних сил рынка, поддерживающих его устойчивость, а также перераспределения ресурсов в экономике

Тем не менее, меры по совершенствованию государственного управления направленные на решение конкретных задач регулирования, должны в будущем обеспечить формирование (достижение) признаков эффективного фондового рынка.

Литература

1. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. / В.А. Галанов. – М. : ИНФРА-М, 2009.
2. Коган А.М. Макрорегулирование высокоразвитого рынка: «невидимая рука», конкуренция, потребности системы [Текст] / А.М. Коган. – М. : Маркет ДС, 2006.
3. Куликова Е.И. Негосударственные фонды в структуре коллективных инвестиций [Текст] : монография / Е.И. Куликова. – М. : ИНФРА-М, 2009.
4. Московская межбанковская валютная биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.micex.ru>
5. Перская В.В. Дорога, которую нам указывают – или мы выбираем вместе [Текст] / В.В. Перская // Экономические стратегии. – 2009. – №3.
6. Российская торговая система [Электронный ресурс] : официальный сайт. – Режим доступа: <http://www.rts.ru>.

Ключевые слова

Фондовый рынок; государственное регулирование; макроэкономические функции; источники финансирования; равновесие системы; финансовые ресурсы; материальные ресурсы; информационный ресурс.

Куликова Елена Ивановна,

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья освещает очень важные вопросы развития российского фондового рынка. Современное состояние государственного регулирования российского фондового рынка является объектом повышенного интереса исследователей, что свидетельствует об актуальности рассматриваемых проблем.

Роль фондового рынка в современной экономике велика, поскольку он является оптимальным механизмом превращения сбережений в инвестиции. Автором также был рассмотрен финансовый механизм распределения ресурсов через фондовый рынок, его элементы, а также выделены макроэкономические функции российского фондового рынка.

Следующей группой вопросов, которую освещает автор, являются вопросы дальнейшего совершенствования государственного регулирования российского рынка ценных бумаг. Автор обращает внимание на несовершенство российского законодательства, а также на несоответствие существующего механизма распределения ресурсов через фондовый рынок, который не позволяет в полной мере реализовать эти функции.

В этой связи необходимо отметить научный интерес и практическую значимость отмеченных автором статьи путей дальнейшего развития макроэкономических функций фондового рынка.

На наш взгляд наиболее важными выводами можно считать следующие положения статьи:

- недостаточная эффективность функционирования фондового рынка как финансового посредника,
- отсутствие условий для развития социально значимых инвестиций и т.д.

Статья рекомендуется для опубликования в открытой печати.
Ишина И.В., д.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансы и кредит»
Всероссийской государственной налоговой академии Минфина РФ

8.6. MAJOR MACROECONOMIC FUNCTION OF RUSSIAN STOCK MARKET IN THE MODERN ECONOMY

E.I. Kulikova, Docent
of «Finances and Credit» Department

Tax Academy

The article is devoted to the stock market state regulation. There is shown that the imperfection of real resources distribution mechanism throw the market would not allow fully realize its macroeconomic functions.

Literature

1. V.A. Galanov. Securities market. Workbook. – M.: INFRA – M. – 2009.
2. A.M. Kogan. Macro regulation of high development market: «invisible hand», competition, system requirements / M.: Market DS, 2006.
3. E.I. Kulikova. Non-state funds in collective investments structure. Monograph. – M.: INFRA-M, 2009.
4. V.V. Perskaya. The road, which is suggested or we choose together. // Economic strategies. 2009. №3.
5. Official web-site of RTS stock exchange – www.rts.ru
6. Official web-site of MICEX stock exchange – www.micex.ru

Keywords

Stock market; state regulation; macroeconomic functions; sources of financing; system balance; financial resources; material resources; information resource.