На правах рукописи

Пургин Антон Николаевич

ФОНДОВЫЙ РЫНОК В СИСТЕМЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ СТАБИЛИЗАЦИИ

Специальность 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством
(Макроэкономика)

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Екатеринбург – 2004

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Диссертационная работа выполнена на кафедре экономической теории
ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет»

Научный руководитель: Кандидат экономических наук, профессор
Ильяшенко Владимир Владимирович

Официальные оппоненты: Доктор экономических наук, профессор
Пищулов Виктор Михайлович

Кандидат экономических наук, доцент
Андреева Людмила Евгеньевна

Ведущая организация: **Южно-Уральский государственный университет**

Защита диссертации состоится «15» декабря 2004 г. в 12.30 на заседании диссертационного совета Д 212.287.03 при Уральском государственном экономическом университете по адресу: 620219 г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8-марта, 62, ауд. 357.

Отзывы на автореферат в двух экземплярах, заверенные гербовой печатью, просим направлять по адресу: 620219 г. Екатеринбург, ГСП-985, ул. 8-марта, 62. Уральский государственный экономический университет.

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке Уральского государственного экономического университета.

Автореферат разослан «12» ноября 2004 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета, Л.М. Капустина
доктор экономических наук

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Жизнеспособность экономики рыночного типа в значительной степени зависит от эффективности функционирования механизма, обеспечивающего трансформацию сбережений в инвестиции и мобильное перемещение ресурсов между отраслями экономики страны. Важнейшим элементом данного механизма является фондовый рынок, позволяющий регулировать движение денежных и капитальных средств, стабилизировать макроэкономическую ситуацию в стране и создавать условия для экономического роста.

В последние несколько лет в экономике страны произошел ряд кардинальных изменений. Благоприятная внешнеэкономическая ситуация, стабилизация политической и социально-экономической жизни российского общества создали условия для реализации потенциала экономического роста. Восстановление финансовой системы после кризиса позволило вернуть доверие иностранных и отечественных инвесторов. Более того, повышенный в конце 2003 года рейтинговым агентством Moody's суверенный рейтинг до инвестиционного уровня открывает границы для масштабного притока капитала. Поскольку доказана прямая зависимость между степенью зрелости фондового рынка и состоянием экономики, формирование цивилизованного рынка, выполняющего благодаря своим функциям роль катализатора экономических процессов, становится настоятельной необходимостью.

Интерес к проблеме функционирования фондового рынка в экономической системе обусловил появление в последнее время большого количества публикаций, в которых освещаются либо зарубежные концепции, пока неприемлемые в России, либо узкие вопросы в основном организационно-технического характера. Поэтому теоретическое осмысление сущности фондового рынка с позиций его взаимодействия с элементами экономической системы и роли в достижении макроэкономической устойчивости обусловливает высокую научную актуальность и выбор темы диссертации.

Степень изученности проблемы. В настоящее время имеется достаточно обширный перечень трудов, посвященных фондовому рынку. Как правило, в зарубежных источниках представлен анализ достаточно узких вопросов функционирования рынка. Наиболее глубоко исследования фондового рынка представлены в работах М.Андерсена, Р.Брейли, Д.Гортона, Дж. Доу, Р.Левина, С.Майерса, С.Сэмюэля, Дж.Сороса, А.Франклина, С.Фишера, У.Шарпа. Исследованиям отдельных вопросов посвящены рабочие документы Всемирного банка, Международного валютного фонда, Банка международных расчетов, Всемирной федерации бирж.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Из отечественных разработок в области исследования вопросов развития фондового рынка следует отметить труды М.Алексеева, Б.Алехина, А.Черникова. Изучению макроэкономической роли фондового рынка и проблемам его функционирования в трансформируемой экономике посвящены работы Ю.Данилова, Н.Козлова, А.Симановского. В работах Б.Землянухина, Д.Михайлова содержится исследование международных рынков капитала, проблемам развития фондовых бирж посвящены публикации А.Захарова, В.Мусатова, Н.Каменевой, С.Павлова.

В трудах В.Миловидова, А.Новикова, Г.Лузина, З.Макарчука рассмотрен круг вопросов формирования и работы инвестиционных фондов, а также представлен анализ проблем и возможностей привлечения инвестиций на фондовом рынке. Исследованию рынка производных финансовых инструментов посвящены работы А.Буренина, А.Фельдмана. Вопросы формирования корпоративной собственности и институциональной структуры рынка нашли отражение в публикациях Т.Долгопятовой, А.Радыгина, Р.Энтова, Н.Берзона. Становлению и развитию системы государственного регулирования фондового рынка посвящены труды Ю.Сизова, Е.Ясина. Особенно интересны публикации Я.Миркина и Б.Рубцова, содержащие исследование перспектив развития мирового, в том числе и российского фондового рынка.

Вместе с тем необходимо отметить, что ряд теоретических и практических вопросов, касающихся макроэкономической сущности формирования и развития фондового рынка, не получили еще должного освещения. Прежде всего, это относится к проблемам функционирования фондового рынка как механизма, опосредующего трансформацию финансовых потоков в инвестиционные ресурсы и выполняющего регулятивные функции в процессе формирования и поддержания макроэкономической стабильности.

Объектом исследования выступает фондовый рынок, являющийся необходимым компонентом экономической системы страны. Практические исследования базировались на анализе основных сегментов российского фондового рынка: рынка акций, государственных и корпоративных облигаций.

Предметом исследования являются процессы, отражающие развитие фондового рынка в трансформационный период стабилизации экономики, а также совокупность теоретических, методологических и практических вопросов функционирования фондового рынка в качестве механизма трансформации денежно-финансовых потоков.

Цель диссертационной работы – теоретическое обоснование и эмпирическое исследование экономической сущности фондового рынка как элемента экономической системы в процессе финансовой стабилизации и формирования устойчивого макроэкономического равновесия.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Указанная цель предопределяет выбор и необходимость решения следующих исследовательских **задач:**

- Уточнение определения фондового рынка как экономической категории с позиции выявления его сущностных характеристик, а также его функций и места в структуре финансового рынка и рынка ценных бумаг с точки зрения его сущностно-функциональной значимости.
- Выявление условий стабилизации экономической системы и формирования макроэкономического равновесия с позиции трансформации денежно-финансовых потоков. Функциональное участие в этом процессе механизма перераспределения ресурсов на фондовом рынке.
- Исследование взаимодействия фондового и денежного рынка в процессе формирования условий макроэкономического равновесия.
- Анализ предпосылок и факторов, влияющих на становление фондового рынка как развивающейся модели финансового посредничества в переходной экономике России.
- Определение направления развития отдельных сегментов фондового рынка и круга мер, способных оказать положительное влияние на формирование действенного механизма фондового рынка с позиции проблемы стабилизации экономики и перехода к устойчивому экономическому росту.

Теоретико-методологической базой исследования послужили концептуальный аппарат, теоретические положения и научные принципы, разработанные ведущими отечественными и зарубежными специалистами в области фондового рынка, экономической теории, финансов и кредита, инвестиций.

Основным методологическим приемом, использованным в исследовании, является системно-структурный подход, позволивший наиболее эффективно организовать научную работу при решении поставленных задач.

В работе также использованы общенаучные методы сравнительного, многофакторного, функционального анализа, классификации и статистических группировок. В диссертации применены общенаучные методы познания: индукция, дедукция, синтез, определение ключевых понятий.

Нормативно-правовая и информационно-эмпирическая база исследования была сформирована автором на основе нормативно-законодательных актов: Гражданского Кодекса РФ, Законов РФ «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах».

Источником фактического материала послужили данные отечественных и зарубежных периодических изданий, отчеты Мирового Банка, Международного Валютного Фонда, Федеральной резервной системы США, Бюро экономического анализа, Федеральной службы государственной статистики РФ, Московской Межбанковской Валютной Биржи, Российской Торговой Системы, Центрального банка РФ, Министерства экономического развития и торговли РФ.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Использовались аналитические публикации информационных агентств по фондовым рынкам России, США и Европы, рабочие документы крупнейших консалтинговых компаний и рейтинговых агентств, материалы российских и международных конференций по вопросам функционирования фондовых рынков. Использован личный опыт автора, полученный во время работы в аналитическом отделе инвестиционной компании.

Наиболее существенные научные и практические результаты, полученные лично соискателем, заключаются в следующем:

- В результате проведенного в работе теоретического анализа уточнено понятие «фондовый рынок» с точки зрения комплексного подхода к нему как экономической системе, характеризующейся специфическими объектами, функциями и механизмом опосредуемых им экономических отношений.
- На основе предложенной модели формирования макроэкономического равновесия в исследовании определены существенные условия, определяющие равновесное состояние экономики с точки зрения сходимости и сбалансированности трансформируемых экономических потоков при участии механизма фондового рынка.
- Предложена модель, раскрывающая взаимодействие фондового и денежного рынков в процессе трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы. Определены основные формы трансформации и условия их сбалансированности в системе макроэкономической стабилизации.
- Практические исследования подтверждают значимость фондового рынка как необходимого элемента финансовой системы и определяют условия воздействия его механизма как регулятора потоков финансовых ресурсов в системе макроэкономической стабилизации.
- На основе критического анализа перспектив развития национального фондового рынка предложена двухэтапная программа его развития, учитывающая необходимость сбалансированной трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы в процессе реализации потенциала экономического роста.

Научная новизна исследования соответствует пунктам 2.1, 2.2 и 2.5 Паспорта специальностей ВАК 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» (Макроэкономика) и заключается в результатах теоретических и практических исследований, раскрывающих сущность фондового рынка в качестве элемента макроэкономической стабилизации:

- На основе изучения эволюции взглядов экономистов, занимающихся фондовыми проблемами, представлено теоретическое определение сущности фондового рынка как экономической системы, основанное на характеристике отношений, им опосредуемых, объектов и механизма данных отношений. Уточнены основные функции фондового рынка с выделением их институциональной и сущностной значимости в экономике страны (п.2.1).

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

- Предложено и обосновано содержание понятия «экономический поток». Раскрыта суть понятия, определены его основные признаки и роль в процессе формирования макроэкономического равновесия.
- Предложена модель, раскрывающая принципы трансформации ресурсов посредством организации экономических потоков в различных сегментах экономики. Определены принципы и условия достижения равновесия в экономике при участии фондового рынка, позволяющего трансформировать и сбалансировать потоки сбережений в инвестиционные ресурсы в системе макроэкономической стабилизации (п.2.2).
- Разработана модель, раскрывающая основные условия взаимодействия фондового и денежного рынка при трансформации денежно-финансовых ресурсов в процессе макроэкономической стабилизации. Представлены условия формирования равновесного состояния на данных рынках, определены основные зависимости, наблюдаемые в экономике (2.2).
- Выделены и аргументированы особенности формирования национальной модели российского фондового рынка, обусловленные структурой производства, собственности, капитала и пр. Предложена программа поэтапного развития фондового рынка, позволяющая задействовать его потенциал для обеспечения стабильности экономики и экономического роста (2.5).

Практическая значимость диссертационного исследования заключается в том, что содержащиеся в нем выводы могут быть полезными для выработки мер государственного регулирования национального фондового рынка, направленных на усиление его роли в экономике страны в процессе поддержания макроэкономической стабильности и реализации потенциала экономического роста. Теоретические элементы работы могут служить методическим обеспечением учебного процесса в вузах по предметам «макроэкономика» и «рынок ценных бумаг».

Апробация результатов работы. Основные положения и результаты исследования докладывались и получили одобрение на ряде Всероссийских научно-практических конференций, среди которых: «Социально-экономические приоритеты российского общества», «Совершенствование управления научно-техническим прогрессом в современных условиях», «Современный российский менеджмент: состояние, проблемы, развитие», «Факторы устойчивого равновесия экономики России (федеральный и региональный аспекты)», «Актуальные проблемы реструктуризации российских предприятий».

Результаты диссертации апробированы при анализе и прогнозировании рыночных тенденций на российском фондовом рынке в ЗАО «ИК«АЛВО». Материалы исследования используются в ГОУ ВПО «Уральский государственный экономический университет» при подготовке курсов «Основы экономической теории», «Макроэкономика» и «Рынок ценных бумаг».

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Публикации. Основные положения диссертационной работы нашли отражение в 10 публикациях общим объемом 2,25 печатных листа.

Структура и объем диссертации. Предмет исследования, его цель, задачи и специфика определили логику и структуру исследования. Диссертация состоит из трех глав основного текста, введения, заключения, списка литературы. Содержание работы изложено на 180 листах машинописного текста и включает 36 рисунков, 5 таблиц. Список литературы состоит из 183 наименований.

Во **введении** обоснована актуальность и значимость избранной темы. Раскрыта теоретическая и информационная база исследования. Определены цель, задачи, предмет и объект исследования, раскрыты научная новизна и практическая значимость предложений и выводов, сформулированных в диссертационной работе.

Первая глава диссертации – **«Теоретико-методологические основы исследования фондового рынка» –** посвящена анализу существующих теоретических характеристик и разработке авторского определения категории «фондовый рынок» с точки зрения его сущности как элемента экономической системы страны. Рассмотрены условия стабилизации и формирования макроэкономического равновесия с позиции трансформации экономических потоков и участия в данном процессе механизма фондового рынка.

Во **второй главе – «Функционирование фондового рынка в условиях формирования макроэкономической стабильности»** – рассмотрены вопросы участия фондового рынка в системе макроэкономической стабилизации. Выявлены основные условия, касающиеся проблемы взаимодействия фондового и денежного рынка. Освещены вопросы проведения стабилизационной политики в России с учетом роли в данном процессе фондового рынка. Исследованы предпосылки, определяющие формирование модели финансового посредничества в стране.

Третья глава – «Перспективы развития фондового рынка Российской Федерации» – содержит анализ приоритетов развития фондового рынка в среднесрочной перспективе, разработанных на основе анализа принципов государственной политики в области регулирования развития фондового рынка и его сегментов в рамках единой государственной макроэкономической политики. Проведен анализ долгового сегмента фондового рынка и определены перспективы его развития, представлен авторский взгляд на приоритетность его формирования и меры, способствующие повышению его эффективности в разрезе основных макроэкономических функций.

В **заключении** диссертационной работы приведены наиболее существенные результаты проведенного исследования, представлены выводы и заключения, составляющие предмет защиты диссертации.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

2. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. На основе изучения литературы, посвященной проблемам фондового рынка, уточнено теоретическое определение сущности фондового рынка как экономической системы, основанное на сущностной характеристике отношений, им опосредуемых, объектов и механизма данных отношений.

Критический анализ многочисленных трактовок категории «фондовый рынок» выявил, что в исследованиях теоретиков экономической науки фондовый рынок рассматривается только с позиции его функциональной значимости как механизма аккумулирования и перераспределения финансового капитала. Напротив, в современной литературе, посвященной вопросам функционирования фондового рынка, большое внимание уделяется исследованию технической стороны развития отношений на фондовом рынке. Вследствие этого часто происходит смешение понятий «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг», приводящее к неоднозначному толкованию сущности процессов, протекающих в их рамках, что в значительной степени затрудняет понимание макроэкономической роли фондового рынка.

Проведенный автором теоретический анализ категории «фондовый рынок» основан на сущностной характеристике отношений, которые формируются в рамках фондового рынка страны, объектов, лежащих в их основе, механизма, опосредующего данные отношения и функций, выполняемых им в макроэкономической системе. Исходя из этого, в диссертации фондовый рынок представлен как малая экономическая система в структуре экономики, определяется его макроэкономическая сущность и роль, уточняется функциональная значимость.

В диссертации показано, что фондовый рынок опосредует отношения, выражающиеся в форме владения ценными бумагами и имеющие характер удостоверения имущественных прав в виде «титула собственности», объекта инвестиций, займа и предмета собственности. Отличительной особенностью ценных бумаг фондового рынка является объект, по поводу которого складываются данные отношения, под которым понимается стоимость, находящаяся в собственности индивидов.

Анализ вещественных форм стоимости, лежащих в основе различных видов ценных бумаг, и их классификация по функционально-сущностному признаку позволили не только определить категорию фондового рынка, но и выделить его в структуре рынка ценных бумаг в качестве самостоятельного сегмента, имеющего отличительную функциональную значимость в экономике страны (рис. 1).

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

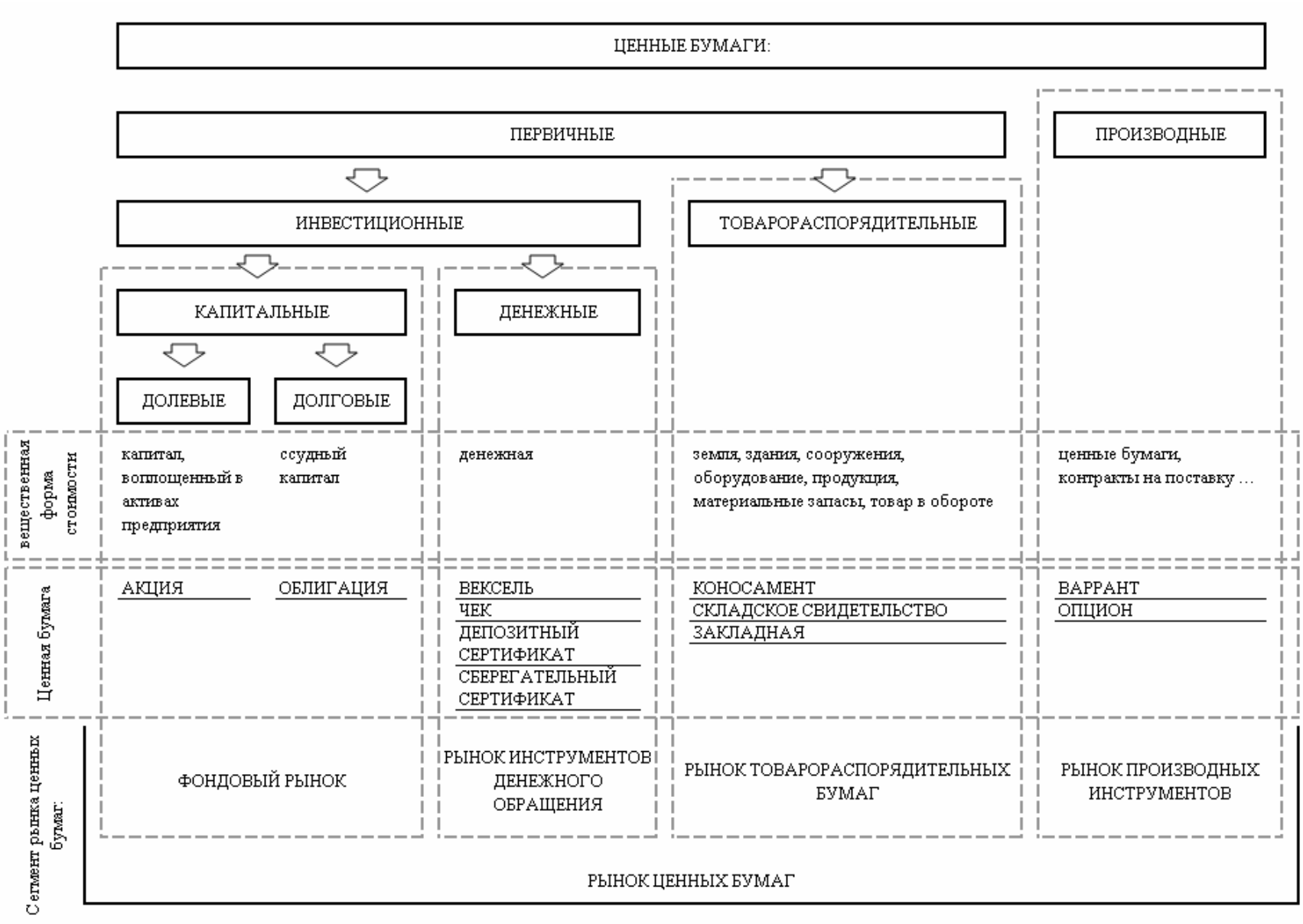

Рис. 1. Классификация видов ценных бумаг по функционально-сущностному признаку

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

В диссертации приводится вывод о том, что в основе ценных бумаг фондового рынка (акций и облигаций) лежит стоимость, вещественной формой которой является капитал (ссудный или в виде активов предприятия). В связи с этим фондовый рынок является элементом сложившейся системы экономических отношений и обслуживает производственные отношения в части мобилизации, накопления и распределения денежных ресурсов, предназначенных для расширенного воспроизводства.

В результате выяснения отношений и объектов, лежащих в основе экономических взаимосвязей на фондовом рынке, в диссертационной работе представлено уточнение его функциональной значимости в экономике страны с учетом выделения сущностных и институциональных функций. Согласно приведенной структуре, в группе основных институциональных функций выделяются: аккумулирование свободных денежных остатков и перераспределение их на инвестиционные нужды, подтверждение прав собственности на лежащий в основе ценных бумаг капитал, финансирование бюджетного дефицита государства, экспорт-импорт капитала. Сущностная характеристика данной группы функций предполагает накопление в экономической системе сбережений и трансформацию их в долгосрочные инвестиционные ресурсы, перераспределение доходов экономических субъектов, участие и контроль над деятельностью и финансовыми потоками предприятий.

В группе второстепенных институциональных функций выделяются: информационная, функция перераспределения рисков в экономике, регулирующая, ценообразующая, экономии издержек обращения. Сущностная характеристика данных функций заключается в способности фондовым рынком производить оценку развития экономики и отдельных предприятий и формировании действенного механизма регулирования финансовых потоков.

Механизм реализации фондовым рынком своей сущностно-функциональной значимости основан на принципах рыночной справедливости, критериями которой являются: объективность взаимодействия спроса и предложения в условиях свободной конкуренции за право размещения денежных ресурсов с наименьшим риском и максимальной доходностью; полнота взаимодействия спроса и предложения; формирование цен на активы на основе учета совокупного спроса и предложения; ликвидность и информационная прозрачность.

Таким образом, исходя из функционально-сущностной характеристики фондового рынка как малой экономической системы, в диссертации под фондовым рынком понимается основной сегмент рынка ценных бумаг, на котором обращаются эмиссионные ценные бумаги (акция, облигация), закрепляющие права на лежащий в их основе капитал, направляемый на пополнение основного и оборотного капитала экономических субъектов.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

2. Автором предложена категория «экономический поток», характеризующая движение и трансформацию денежно-финансовых ресурсов в экономическом кругообороте.

Согласно известной формуле, математически описывающей формирование макроэкономического равновесия, объемы спроса на ресурсы (товарного, трудового, денежного и фондового рынка) при определенной цене должны быть равны объемам предложения соответствующих ресурсов. Исходя из этого, имеются два основных параметра, которые лежат в основе определения макроэкономического равновесия: объем ресурсов и их цена.

Диссертантом объединяются данные параметры в рамках категории «экономический поток», определяемый как перемещение некоторого объема ресурсов (объектов отношений на основных рынках) от поставщиков к потребителям по определенной стоимости. Данная категория позволяет охарактеризовать динамику экономических процессов, отражающих отношения по формированию отраслевого равновесия на различных рынках.

Авторская характеристика «экономического потока» отличается от категории «поток», употребляемой в макроэкономике. Основное отличие заключается в том, что макроэкономическая категория «поток» определяется однонаправленным вектором движения как элемента экономического процесса. Напротив, экономический поток может характеризоваться несколькими направлениями и сальдированным результатом, который отображает его сбалансированность и в итоге – формирование частичного (отраслевого) равновесного состояния в рамках отдельного рынка.

Диссертантом обосновывается возможность использования категории при анализе экономических процессов на основе существенных характеристик экономического потока:

- Экономический поток может иметь несколько направлений. Каждое направление в рамках экономического потока отображает фактическое движение ресурсов, с одной стороны, и их стоимости – с другой.
- Направления движения в рамках экономического потока могут не совпадать по времени, т.е. между движением ресурсов и их стоимости может существовать некоторый временной разрыв.
- Экономические потоки могут содержать различное количество направлений движения. Экономический поток, отображающий отношения товарного рынка, как правило, характеризуется двумя направлениями: движение товарных ценностей в одну сторону и их оплаты – в другую. Поток, характеризующий финансовые отношения, может иметь три направления движения: финансовых ресурсов в данный момент времени, их движение в обратную сторону по истечению финансового контракта и одно или несколько однонаправленных движений платы за их использование.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

3. Предложена модель, раскрывающая принципы трансформации ресурсов в активы посредством организации экономических потоков в различных сегментах экономики. Определены условия достижения равновесия в экономике при участии фондового рынка, позволяющего трансформировать и сбалансировать потоки сбережений в инвестиционные ресурсы в системе макроэкономической стабилизации.

В диссертации развивается положение возможности определения причин дестабилизирующих процессов в экономической системе с позиции нарушений сбалансированности экономических потоков. В этой связи диссертантом предлагается модель формирования макроэкономического равновесия и его нарушений, в основе которой лежат трансформационные процессы экономических потоков.

Представленная диссертантом модель основана на классической схеме экономического кругооборота, описывающей взаимодействие домохозяйств, фирм и государства. Данная схема дополнена автором путем введения связующего звена - финансового сектора и экономических потоков, им опосредуемых (рис. 2).

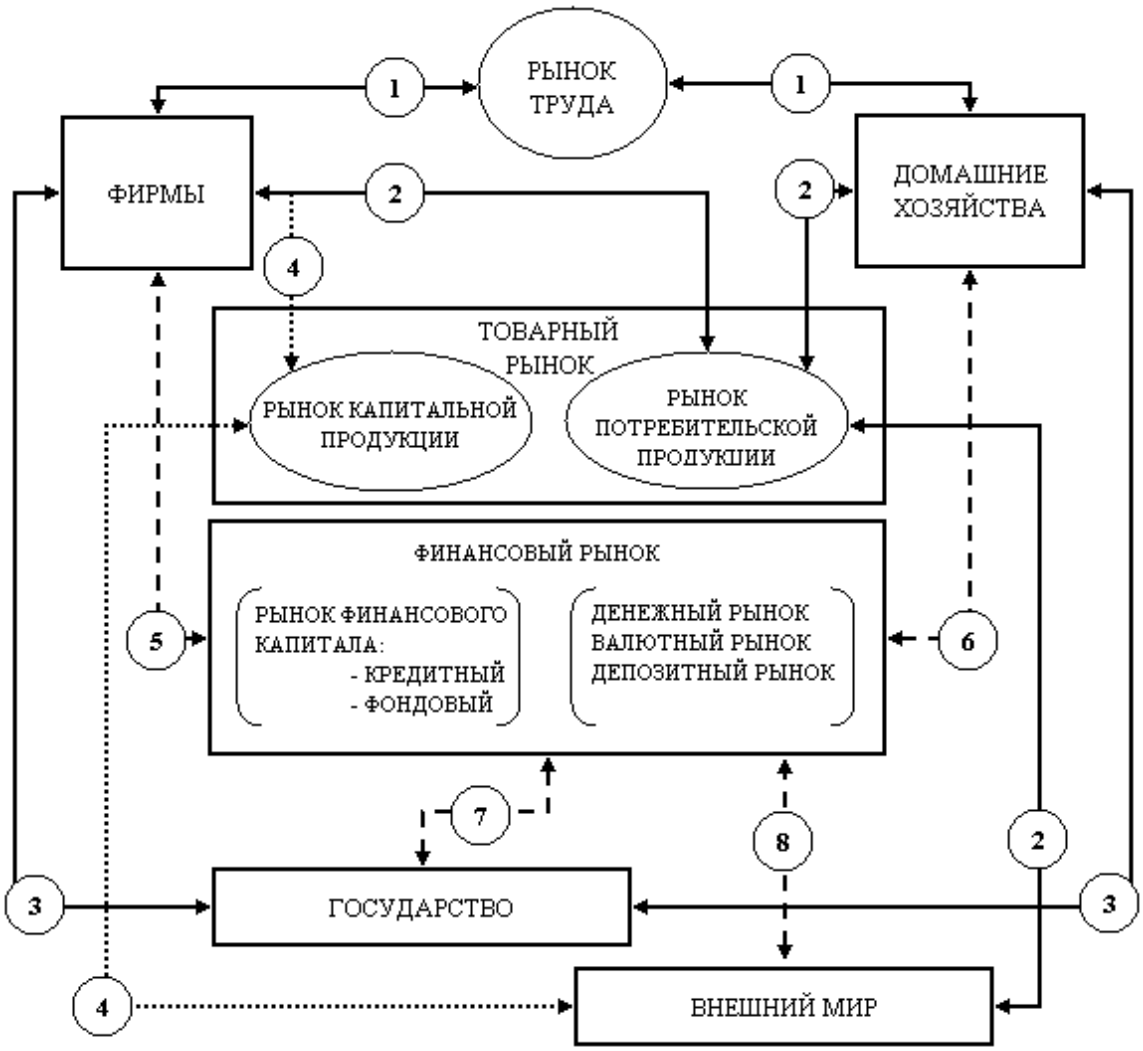

Рис. 2. Кругооборот основных экономических потоков в экономике страны

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Движение экономических потоков происходит между четырьмя макроэкономическими субъектами посредством механизмов трех рынков. Произведена сегментация товарного рынка на два сегмента: рынка потребительской продукции и рынка капитальной продукции. Выделение данных сегментов преследует цель определения сущностных различий двух типов товарной продукции и имеющих различную функциональную значимость (текущего потребления и возмещения износа текущего объема физического капитала и его прироста в рамках расширенного воспроизводственного процесса).

Динамика экономических потоков позволяет диссертанту представить авторский взгляд на формирование состояния равновесия на трех основных рынках: труда, товаров и финансовом (рынке денег и рынке финансового капитала, представленного фондовым и кредитным рынками), которые посредством сходимости трансформируемых экономических потоков формируют макроэкономическое равновесие. Принимая факторы формирования отраслевых равновесий на товарном рынке и рынке труда в качестве экзогенных величин, в диссертации определяются условия формирования равновесия на финансовом рынке с позиции сбалансированности трансформируемых потоков в системе макроэкономической стабилизации, под которой мы понимаем взаимосвязанное функционирование товарных, финансовых и ресурсных рынков, ведущее к достижению макроэкономического равновесия.

Непрерывность процессов, протекающих в рамках представленной модели, обусловливает возможность использования выдвинутых тезисов не только с точки зрения макроэкономической стабильности, но и с позиции условий реализации экономического роста. В этой связи детализация экономических потоков в рамках формирования равновесия на финансовом рынке производится с учетом основных положений кейнсианской теории, определяющих необходимые условия макроэкономической стабильности и экономического роста с точки зрения равенства сбережений и инвестиций.

В процессе исследования динамики экономических потоков в рамках финансового рынка были определены условия их трансформации. Автором выдвигается тезис о том, что финансовая стабилизация возможна только при сбалансированности трансформационных процессов, опосредующих потоки финансовых ресурсов (сбережений) и потребностей (инвестиций). Анализ процесса трансформации позволяет выделить три основные формы, в основе которых лежат существующие механизмы по трансформации сбережений в инвестиции:

1. Первой и наиболее простой форме трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы и соединения их с капитальной продукцией (инвестиционными товарами) соответствует непосредственный обмен денег на различные группы товаров с целью производства определенных видов продукции.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

2. Вторая форма трансформации определяется опосредованным движением финансовых ресурсов через два альтернативных механизма рынка финансового капитала: кредитный и фондовый рынок. В рамках кредитного способа финансовые ресурсы от их владельцев трансформируются в депозиты в коммерческих банках, после чего они преобразуются в кредитные ресурсы банка и выдаются производителям на приобретение капитальной продукции. В рамках второго способа финансовые ресурсы трансформируются в инвестиционные посредством механизма фондового рынка.

3. В рамках третьей формы трансформации финансовые ресурсы проходят дополнительную стадию опосредования на основе вложения сбережений в паи инвестиционных фондов, позволяющих создать более гибкий и доступный механизм инвестирования.

Существенным изменением отношений в рамках второй и третьей форм трансформации по сравнению с первой является то, что постепенно капитал-собственность трансформируется в капитал-функцию. Существенным отличием данных понятий является то, что в первом случае для владельца капитала он олицетворяет отношения собственности на него. Во втором случае капитал становится свидетельством права на доход.

Анализ динамики экономических потоков позволяет выделить следующие условия стабильности экономики и формирования условий реализации потенциала экономического роста:

- Экономические потоки на товарном рынке и рынке труда, опосредующие движение товарных и трудовых ресурсов, должны быть сбалансированы с потоками денежного рынка, отображающими движение денег по трансакционному мотиву.
- Вне динамики потоков на финансовом рынке при существовании только первой формы трансформации макроэкономическая система может находиться в состоянии стабильности, но не обладать значительным потенциалом экономического роста вследствие ограниченности инвестиционных ресурсов (первым их источником – чистой прибылью предприятий).
- Для реализации более масштабного экономического роста необходимо, чтобы в рамках финансового рынка существовали механизмы (кредитный и фондовый рынок), опосредующие трансформацию сбережений в инвестиции в рамках второй и третьей форм.
- При формировании макроэкономической стабильности недостаточно достижения частичного равновесия на совокупности каких-либо рынков. Для достижения полного равновесия требуется, чтобы трансформируемые потоки были в сбалансированном состоянии не только в условиях равенства спроса и предложения ресурсов на отдельном рынке, но и с позиции трансформации их из входящего потока в исходящий.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

4. Разработана модель, раскрывающая существенные условия взаимодействия при трансформации денежно-финансовых ресурсов фондового и денежного рынка в процессе макроэкономической стабилизации и определяющая условия формирования равновесного состояния на данных рынках.

В диссертации обосновывается тезис о наличии тесных связей между фондовым и денежным рынком в процессе формирования макроэкономического равновесия.

Равновесное состояние на фондовом рынке во взаимосвязи с рынком денег формирует уровень процентной ставки, являющейся одной из центральных категорий в рамках теории макроэкономической стабилизации.

Диссертантом в подтверждение представленного тезиса предлагается модель, отображающая условия формирования равновесного состояния на фондовом рынке с позиции определения равновесия спроса на деньги по спекулятивному мотиву и предложения денежных остатков на фондовом рынке при трансформации их в финансовые ресурсы (рис. 3).

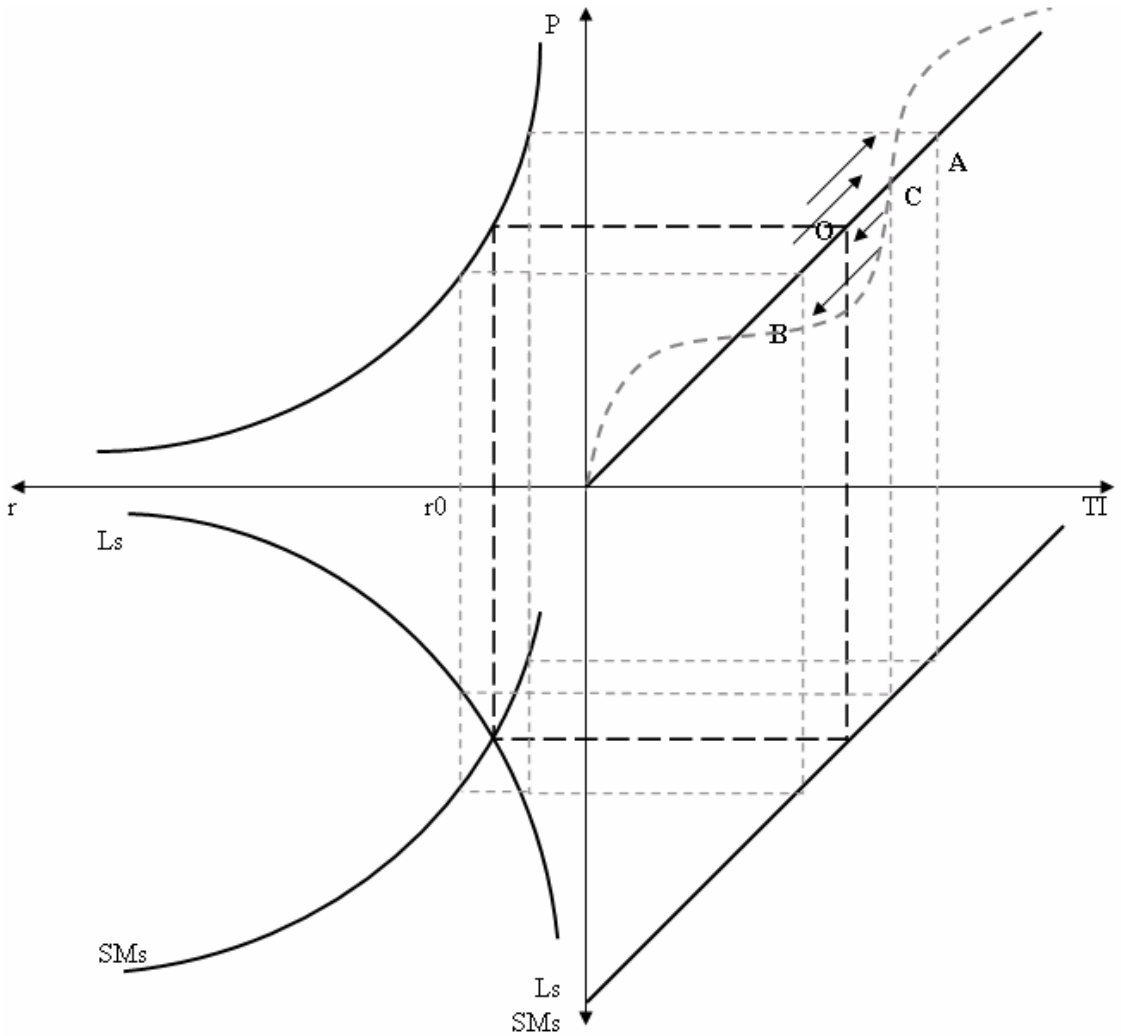

Рис. 3. Модель взаимодействия фондового и денежного рынка

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

В верхнем левом квадранте показана обратная зависимость между доходностью (ставкой процента по ценной бумаге) и ее ценой. В правом нижнем квадранте изображена линия, показывающая бюджетное ограничение использования свободных денежных остатков субъектов фондового рынка. Крайние точки показывают две противоположные позиции: либо 100%-ое держание денег в виде фондовых активов, либо 100%-ое держание свободных кассовых остатков по спекулятивному мотиву. Проекция трех различных точек на линии зависимости капитализации рынка от уровня цен (соответствующих трем уровням равновесия на фондовом рынке), позволяет сформировать в левом нижнем квадранте график предложения денег в качестве финансовых активов на фондовом рынке (кривая SMs), который имеет положительный наклон по доходности бумаги.

В рамках представленной модели диссертантом рассматриваются все факторы, приводящие к изменению оценки стоимости фондовых активов в качестве экзогенных величин. Другими словами, допускается то, что в процессе установления равновесия на рынок не влияют факторы, способные изменить представление о «справедливой» стоимости фондовых активов.

Основой стабильности экономики является равновесие объемов показателей, которыми в нашем случае являются денежный и финансовый потоки. Предъявляя предложение финансовых ресурсов на фондовом рынке (одновременно со спросом на финансовые активы), экономические агенты должны уменьшить на некоторую величину свои свободные денежные остатки, сформированные на основе спекулятивного спроса на деньги.

В рамках представленной модели данное положение приобретает следующий вид. В левом нижнем квадранте строится график спекулятивного спроса на денежные остатки (источник предложения финансовых активов), который является обратной функцией от кривой MSs (при условии того, что у экономического субъекта есть только два варианта: держать деньги в виде свободных остатков по спекулятивному мотиву и в виде фондовых активов). В случае если у индивидуума есть дополнительный выбор (например, банковский депозит, прямые вложения в капитал компании и т.д.), график спроса на деньги по спекулятивному мотиву может принять вид, не соответствующий обратной функции от предложения денежных остатков в виде финансовых ресурсов. Тем не менее, при добавлении дополнительных вариантов выбора общее направление кривой не изменится.

Процесс взаимодействия изменения предложения финансовых ресурсов и спроса по спекулятивному мотиву в процессе формирования равновесия на фондовом и денежном рынке выглядит следующим образом. Допустим, равновесие на фондовом рынке установилось выше точки O, указанной на рис. 3 (что возможно в случае необоснованного роста цен на акции из-за спекулятивного

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

бума). В данном случае доходность уменьшается, что приводит к превышению спроса на деньги по спекулятивному мотиву над предложением их в качестве финансовых ресурсов. Постепенно на фондовом рынке образуется дефицит предложения финансовых ресурсов (что сопровождается снижением спроса на финансовые активы и избыточным их предложением), что, в свою очередь, приводит к снижению курса ценных бумаг. Вследствие снижения цен происходит постепенный рост доходности и, на каком-то уровне (когда, вследствие уже избыточных продаж цена упала ниже «справедливого» уровня, или средней оценки стоимости ценной бумаги), спрос на деньги по спекулятивному мотиву снизится и станет меньше их предложения в качестве финансовых ресурсов. Таким образом, доходность по акциям (облигациям) превысит норму процента (стоимость расставания с ликвидностью). Спрос на ценные бумаги начнет превышать предложение, и цены на них начнут подниматься. Данный процесс будет происходить непрерывно, пока не установится некоторая равновесная цена на ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке, отражающая равновесную норму доходности, равную норме процента для спроса на деньги по спекулятивному мотиву. Представленная в модели связь между денежным и фондовым рынками является долгосрочной зависимостью, свойственной всем экономикам (рис. 4 и 5).

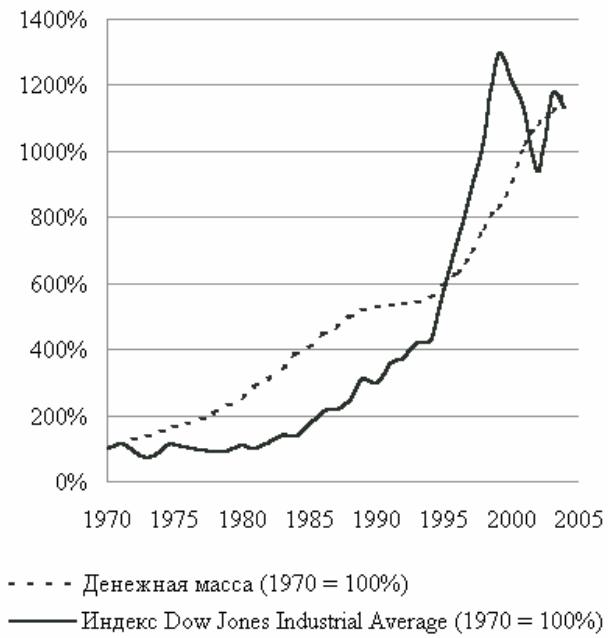

Рис. 4. Темпы роста денежной массы и индекса Dow Jones в экономике США.

Рис. 5. Темпы роста денежной массы и индекса ММВБ в экономике России.

Рост котировок акций на фондовом рынке, вызванный положительной оценкой инвесторами будущих доходов эмитентов, приводит к увеличению ликвидности денежного рынка и притоку капитала в страну, что, как следствие формирования денежно-финансовых потоков в рамках финансового рынка, ведет к росту инвестиций в стране. Ухудшение настроения инвесторов, прояв-

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

ляющееся в падении котировок акций, может привести к оттоку капитала и уменьшению ликвидности.

5. Изучение взаимосвязей и условий развития фондового рынка позволило представить авторский взгляд на формирование российской модели финансового посредничества, обусловливающей приоритеты развития национального фондового рынка.

Анализ условий и перспектив российского фондового рынка с позиции выполнения им основных функций в экономике страны позволил выделить следующие возможные направления его развития как системы финансового посредничества, опосредующей трансформацию финансовых потоков:

- Развитие фондового рынка России, как следствие неспособности долевого сегмента рынка в настоящее время выполнять свои макроэкономические функции, идет преимущественно по долговому пути.
- В среднесрочной перспективе основополагающие принципы развития российского фондового рынка будут всецело определяться мерами, направленными на решение основных макроэкономических задач по стимулированию инвестиционной составляющей экономического роста и поддержанию финансовой стабильности экономики.
- На фоне множества нерешенных проблем в рамках акционерного права, неразвитости института миноритарных акционеров и нежеланием крупных акционеров дробить права собственности, в среднесрочной перспективе более масштабно и целенаправленно будет развиваться облигационный сегмент фондового рынка в качестве альтернативного и дополняющего банковскую систему механизма финансового посредничества.

Анализ основных направлений государственной политики в области развития российского фондового рынка позволили нам представить приоритеты его развития с позиции функциональной значимости в рамках основных макроэкономических задач, стоящих перед Правительством РФ (Таблица).

На основе данного анализа автором обосновывается возможность двухэтапного формирования в России фондовых ценностей. Развитие фондового рынка на первом этапе, как следствие первостепенных задач в области финансирования экономического роста, должно проходить с позиции учета его долгового характера развития. Исходя из этого, в среднесрочной перспективе в России может сформироваться модель финансового посредничества по немецкому образцу. При этом специфической особенностью данной модели будет то, что фондовый рынок будет развиваться в качестве альтернативы банковскому кредиту с целью поддержания стабильности и сбалансированности финансовых потоков.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Таблица

Развитие фондового рынка России в процессе реализации стратегических принципов экономической политики страны

Макроэкономическая задача		Функциональная значимость фондового рынка в решении макроэкономической задачи	Мероприятия по развитию фондового рынка, способствующие решению поставленных макроэкономических задач
Реализация потенциала экономического роста страны посредством формирования действенной инвестиционной системы	Стимулирование инвестиционной составляющей экономики России в процессе экономического роста	Аккумулирование долгосрочных инвестиционных ресурсов предприятий	Совершенствование законодательства, формирование рынков корпоративных ценных бумаг
	Поддержание стабильности развития национальной финансовой системы, создающей условия расширения инвестиционного процесса	Формирование действенной системы трансформации финансовых потоков, опосредующих инвестиционный процесс	Развитие инфраструктуры фондового рынка, органов контроля и надзора над деятельностью участников финансового рынка
	Повышение эффективности перераспределительного процесса в экономической системе страны	Выполнение функций перераспределения финансовых ресурсов между отраслями экономики	Расширение круга участников, совершенствование его инфраструктуры и инструментов
Общеэкономические задачи, направленные на обеспечение стабильности функционирования экономической системы	Проведение денежно-кредитной политики, направленной на снижение темпов роста инфляции, поддержания стабильного курса национальной валюты	Регулирование с помощью инструментов фондового рынка денежных потоков на финансовом рынке	Совершенствование инструментария фондового рынка, развитие рынка ценных бумаг финансового сектора экономики
	Рост благосостояния населения, увеличение уровня среднего дохода и снижение уровня бедности	Формирование системы фондовых ценностей, способствующих накоплению сбережений населения	Снижение рисков и волатильности национального фондового рынка Развитие инвестиционных фондов
Задачи бюджетного регулирования	Поддержание сбалансированности государственного бюджета при снижении налоговой нагрузки на экономику, повышении эффективности его расходов	Неинфляционное финансирование потребностей бюджетов различного уровня финансовыми ресурсами	Совершенствование института государственных ценных бумаг

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Переход ко второму этапу, характеризующемуся стимулированием уже не только развития долгового, но и долевого сегментов, должен сопровождаться решением ряда макроэкономических проблем отрасли в целом, связанных с высоким рыночным риском, неэффективной структурой собственности, препятствующей созданию массового и ликвидного рынка акций, спекулятивным и олигополистическим характером российского фондового рынка. Отметим, что данные проблемы развития фондового рынка Российской Федерации носят комплексный характер и требуют объединения усилий профессиональных участников и регулирующих органов для качественного его изменения в рамках стоящих перед ним макроэкономических задач.

Прежде всего, необходима законодательная доработка норм, относящихся к защите прав владельцев ценных бумаг, изменение концепции защиты прав инвесторов, используемой в российской практике, приведение ее к содержанию, принятому в международном сообществе.

Важным шагом в развитии отношений на рынке может стать формирование новых сегментов для вывода как можно более широкого числа предприятий на фондовый рынок страны. В частности, необходимо создание сегмента рынка для размещения ценных бумаг эмитентов, относящихся к среднему уровню компаний с низкими стартовыми условиями по привлечению первоначального капитала.

Особое значение имеет дальнейшее развитие системы надзора над процессами и участниками финансового рынка в целом и фондового рынка, в частности. В настоящее время в центре внимания системы надзора стоит, как правило, выполнение норм и правил, регулирующих деятельность фондового рынка. Международная практика показывает, что этого недостаточно. Важной задачей является надзор за финансовым состоянием брокерско-дилерских компаний.

Необходимо снижение общего рыночного риска в части, вызывающей экстремальные его значения (расчеты в иностранной валюте, беспрепятственный ввод-вывод спекулятивных капиталов, снижение роли иностранных инвесторов, стремление к ослаблению влияния внешних фундаментальных факторов – цен на нефть, ситуации на финансовых рынках в других странах с переходной экономикой).

При реализации данных мер в рамках второго этапа развития фондового рынка в России может сформироваться комбинированная система финансового посредничества, в которой фондовый и банковский сегменты будут выполнять все присущие им основные макроэкономические функции и при этом органично дополнять друг друга в целях поддержания финансовой стабильности экономической системы.

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de

Основные положения диссертации отражены в следующих **научных публикациях**:

1. Вопросы повышения стоимости компаний // Актуальные проблемы реструктуризации российских предприятий: Сборник материалов научно-практической конференции, ПГУ, февраль 2004 (в соавторстве, авторских – 0,2 п.л.).
2. Интеграция фондовых рынков // Современный российский менеджмент: состояние, проблемы, развитие: Материалы научно-практической конференции, ПГУ, март 2004 (0,15 п.л.).
3. Облигационные займы как источник финансирования деятельности предприятий // Современный российский менеджмент: состояние, проблемы, развитие: Тезисы научно-практической конференции, ПГУ, март 2004 (в соавторстве, авторских – 0,2 п.л.).
4. Определение фондового рынка с позиции формируемых им отношений в рамках экономической системы страны // Объединенный научный журнал, №27, 2004 (0,5 п.л.).
5. Перспективы развития экономики России при введении единой европейской валюты во внешнеторговые расчеты // Предприятие - Окружающая среда - Культура: Материалы научно-практической конференции, УрГЭУ, Екатеринбург, сентябрь 2001 (в соавторстве, авторских – 0,1 п.л.).
6. Привлечение инвестиционных ресурсов на рынке корпоративных облигаций // Факторы устойчивого равновесия экономики России (федеральный и региональный аспекты): Сборник материалов научно-практической конференции, ПГУ, февраль 2004 (0,15 п.л.).
7. Развитие технологии электронной торговли на фондовом рынке // Совершенствование управления научно-техническим прогрессом в современных условиях: Тезисы научно-практической конференции, ПГУ, январь 2004 (0,2 п.л.).
8. Средства инвестиционных фондов как источник финансирования деятельности малых предприятий // Малое предпринимательство: проблемы, необходимость совершенствования и развития: Сборник тезисов научно-практической конференции, УрГЭУ, Екатеринбург, февраль 2003 (0,2 п.л.).
9. Условия трансформации экономических потоков в рамках формирования макроэкономического равновесия // Экономика и финансы, №23, 2004 (0,4 п.л.).
10. Фондовый рынок в странах с переходной экономикой // Социально-экономические приоритеты российского общества: Материалы научно-практической конференции, УрГЭУ, Екатеринбург, 2000 (в соавторстве, авторских – 0,15 п.л.).

PDF wurde mit FinePrint pdfFactory Pro-Prufversion erstellt. www.context-gmbh.de