

08.00.01

К21

*на правах рукописи*

КАРАБИНЦЕВ ДМИТРИЙ АНАТОЛЬЕВИЧ

**РОССИЙСКИЙ ФОНДОВЫЙ РЫНОК  
В УСЛОВИЯХ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ**

Специальность 08.00.01- «Политическая экономия»

АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук



Челябинск 2000

Работа выполнена на кафедре экономической теории и мировой экономики  
Южно-Уральского государственного университета.

Научный руководитель –  
доктор экономических наук,  
профессор Бархатов В.И.

Официальные оппоненты:  
доктор экономических наук  
профессор Антонюк В.С.

кандидат экономических наук  
Анохин Л.М.

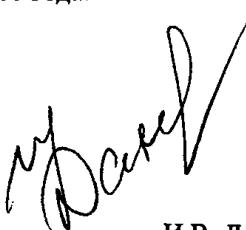
Ведущая организация -  
Экономический факультет  
Московского государственного  
университета им. М.В. Ломоносова

Защита состоится 24 октября 2000 г. в 14 часов на заседании  
диссертационного совета К.053.13.01 при Южно-Уральском государственном  
университете по адресу: 454080, г. Челябинск, пр. Ленина, 76, аудитория 516.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Южно-Уральского  
Государственного Университета.

Автореферат разослан «21» сентября 2000 года.

Ученый секретарь  
диссертационного совета,  
кандидат экономических наук,  
доцент



И.В. Данилова

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы. Проводимые в России преобразования и либерализация экономики предполагают формирование важного ее элемента - фондового рынка, которому в современной экономической системе отводится роль механизма мобилизации ресурсов финансовых рынков и их трансформации в ресурсы реального сектора. Посредством фондового рынка происходит процесс сбережения и инвестирования в ценные бумаги, что обеспечивает приток ресурсов на предприятия – эмитенты, тем самым, стимулируя экономический рост и развитие экономики.

Формируясь в условиях трансформации экономики, фондовый рынок приобретает особые черты, связанные с перманентным состоянием нестабильности – разрушением старых экономических отношений и формированием новых. Становление и развитие фондового рынка в России происходило в условиях высокой неопределенности, связанной с неизвестностью основополагающих принципов и вектора развития социально-экономических отношений. По этой причине российский фондовый рынок сложился как высоко спекулятивный, низко ликвидный, не емкий и не массовый, с деформированной структурой фондовых инструментов, отношений и участников. Выполнение рынком его основных функций оказалось не возможным, что объясняет острую актуальность исследований социально-экономических основ его формирования в условиях трансформации экономики, выявления препятствий в его развитии и разработки механизма его регулирования и совершенствования.

Цель диссертационного исследования состоит в анализе содержания отношений фондового рынка, возникающих в процессе сбережения и инвестирования, исследовании условий и форм их реализации в экономике России, переживающей период трансформации, анализе причин возникновения деформаций и кризиса российского фондового рынка, а также разработке механизма его регулирования.

Цель диссертационного исследования определяет необходимость решения ряда задач:

- изучить существующие в истории экономической теории концепции фиктивного капитала, проследить их эволюцию, проанализировав усложнение взглядов по мере становления экономических систем;
- исследовать категориальную сущность “неопределенности” на фондовом рынке, как особенности функционирования фиктивного капитала, установить факторы неопределенности, влияющие на фондовый рынок России в период трансформации;
- раскрыть причинно - следственную связь “факторы неопределенности – деформации фондового рынка”, рассчитать формальные индикаторы, подтверждающие наличие такой связи и определяющие степень интенсивности влияния факторов неопределенности на фондовый рынок;
- проанализировать содержание деформаций российского фондового рынка, обусловленных его высокой неопределенностью, классифицировать виды деформаций, изучить роль деформаций в развитии кризиса фондового рынка 1997-1998 годов;
- разработать модель влияния каждого из факторов неопределенности на российский фондовый рынок, на ее основе определить механизм макроэкономического регулирования, направленный на снижение неопределенности, устранение деформаций и предотвращение фондовых кризисов.

Объектом диссертационного исследования выступают отношения между микро и макроэкономическими субъектами в процессе сбережения и инвестирования, институциональной средой которых выступает фондовый рынок России в условиях трансформации экономики.

Предмет исследования составили условия и формы реализации отношений субъектов фондового рынка при формировании и обращении фиктивного капитала, имеющие место в экономике России, переживающей период трансформации.

Методологическими и теоретическими основами исследования явились работы российских экономистов в данной области: М. Алексеева, М. Кузнецова, Я. Миркина, Е. Семенковой, а также представителей зарубежной экономической мысли Л. Гитмана, Г. Марковица, Ф. Найта, А. Смита, Дж. Кейнса, Ф. Фабоцци, И. Фишера, У. Шарпа и других.

В качестве основных *методов* исследования используется сочетание диалектического и формально-логического подходов, методы макроэкономического и микроэкономического анализа, экономико-математические и экономико-статистические методы (группировок, классификации, корреляции, регрессионного анализа, вероятностного моделирования).

Информационную базу исследования составили: статистическая информация о результатах торгов ведущей площадки российского фондового рынка - Российской торговой системы (РТС), материалы статистической отчетности Госкомстата Российской Федерации, официальная информация Министерства Финансов и Центрального Банка Российской Федерации, статистическая информация ведущих отечественных и зарубежных информационных агентств, фактологический материал, содержащийся в отечественной и зарубежной литературе.

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующих основных моментах:

1. Определена специфика категории “фиктивный капитал” и форм его реализации в трансформационной экономике, на примере России.
2. Раскрыты и классифицированы факторы неопределенности российского фондового рынка.
3. Определено понятие “деформации фондового рынка”, обоснованы критерии их определения, выявлено содержание и предложенна классификация деформаций российского фондового рынка, исследована причина возникновения и роль деформаций в развитии кризиса фондового рынка России в 1997 – 1998 годах.

4. На основе арбитражной модели теории рынка капиталов, через систему макроэкономических параметров установлено влияние факторов неопределенности на фондовый рынок России, что позволило предложить направления государственного регулирования с целью снижения неопределенности, устранения деформаций и предотвращения фондовых кризисов.

Практическая значимость диссертационной работы. Результаты проведенного исследования могут быть использованы в научных и практических разработках в области анализа и прогнозирования тенденций фондового рынка. Основные положения диссертации, теоретический и фактологический материал могут быть использованы при преподавании учебных курсов «Рынок ценных бумаг», «Экономическая теория».

Апробация работы и результатов исследования. Основные положения исследования докладывались и обсуждались на Международной конференции «Проблемы оптимизации и экономические приложения» в Омском государственном университете г. Омск-1997 году, на республиканской научно-теоретической конференции «Россия на пути реформ: основные парадигмы развития общества» в Уральском социально-экономическом институте Академии труда и социальных отношений г. Челябинск – 1998 году, на Всероссийской научно-практической конференции «Россия на пути реформ: XXI век: камо грядеши? Секция «Инвестиционные процессы в экономике России» в УрСЭИ АТиСО г. Челябинск – 2000 году.

Материалы диссертационного исследования использованы в разработке моделей на рынке корпоративных ценных бумаг и внедрены на предприятиях Уральского региона, внедрены в учебный процесс и использованы в процессе преподавания курсов «Рынок ценных бумаг» и «Экономическая теория» студентам экономических специальностей Южно-Уральского государственного университета. Отдельные положения диссертации были использованы при составлении учебных пособий «Рынок ценных бумаг. Основы биржевой деятельности» и «Экономическая теория», изданных в издательстве кафедры

Экономической теории и мировой экономики Южно-Уральского государственного университета.

По теме диссертации опубликовано пять работ общим объемом 2,7 п.л. авторского текста, в которых автору принадлежат основные положения исследования.

## II. СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

Объем и структура работы. Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, библиографического списка и пяти приложений.

Во введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, определены его цель и задачи, раскрыта научная новизна, объект и предмет, методологические основы исследования, отмечена практическая значимость работы и формы ее реализации.

В первой главе – «Содержание и особенности фиктивного капитала в экономике России» рассматриваются теоретические и методологические основы исследования фиктивного капитала, его форм и рынков функционирования, а также раскрывается содержание проблемы неопределенности на фондовом рынке.

Автор отмечает, что с эволюцией форм и рынков фиктивного капитала, менялись направления его исследования в экономической мысли, в фокусе которой оказывались различные аспекты функционирования фиктивного капитала и его связи с реальным капиталом. С течением времени эта связь становилась все менее тесной и явной, а рынки фиктивного капитала получали все большую самостоятельность и значимость. Соответственно менялась и направленность исследований в экономической теории: от изучения природы стоимости фиктивного капитала и связи с реальным, до исследования условий и форм его функционирования, как представляющего самостоятельную ценность, определенную независимость и способность оказывать влияние на реальный капитал.

Показав эволюцию взглядов в экономической теории на фиктивный капитал, автор уточняет содержание этого понятия: Фиктивный капитал – это общественное отношение субъектов, суть которого – улавливать некоторую часть добавочной стоимости, реализующееся в форме титулов собственности (ценных бумаг) и обладающее свойствами:

- выступает как “капитал-собственность”, закрепляя право распоряжаться “капиталом-функцией”;
- реализует самостоятельную ценность права собственности на действительный капитал, делая это право предметом купли-продажи;
- вступает в обращение, более того, обращается относительно независимо от реального капитала, определяемый спросом, предложением и рациональными ожиданиями, которые формируются на основе поступающей на рынок информации и задают направление изменения его рыночной стоимости;
- опосредует процесс концентрации и централизации капитала, распределения и перераспределения прибыли, перераспределения национального дохода через систему фондового рынка;
- является собой некую количественно измеримую покупательную силу, которая возвращается к своему владельцу при его продаже;
- приносит доход в виде процента или прироста рыночной стоимости.

Также в первой главе представлены различные подходы в экономической теории к проблеме неопределенности на фондовом рынке, указаны и классифицированы факторы неопределенности на российском фондовом рынке, предложен формальный способ определения ее интенсивности (табл. 1).

Таблица 1. Критерии оценки степени неопределенности факторов образующих систематический (не диверсифицируемый) риск.

Фактор неопределенности	Критерий оценки степени: высокая/низкая	«Да» - высокая; «Нет» - низкая
Политическая неопределенность развития Страны.	Неоднозначность легитимности избранных органов власти, либо отдельных ветвей власти, либо осуществление их ротации	Высокая
	Наличие текущих военных конфликтов	Высокая
	Социологические исследования, подтверждавшие отсутствие народной поддержки у правящейластной элиты	Высокая
	Факты изменения политического устройства государства в недавнем историческом прошлом	Высокая
«Неоформленность» в макроэкономическом смысле	Факты изменения макрофинансовых пропорций различных финансовых инструментов (долговых / корпоративных ценных бумаг) в недавнем историческом прошлом	Высокая
	Смена первенства в развитии различных финансовых институтов (кредитных, финансовых, коллективных) в недавнем историческом прошлом	Высокая
	Отсутствие явно выраженного предпочтения регулирующих государственных органов по распространению на фондовый рынок одной из существующих мировых моделей (японской, американской, европейской), либо отсутствие необходимых для этого условий	Высокая
Неопределенность функционирования реального капитала	Прецеденты изменения «правил игры»: изменения налогового законодательства, доступа к транспортным коммуникациям, доступа к системам энергоснабжения, криминальное давление, имевшие место в недавнем историческом прошлом	Высокая
	Прецеденты серьезных изменений конъюнктуры рынков сбыта производимой реальным капиталом продукции	Высокая
Неопределенность, связанная со спецификой функционирования фиктивного капитала	Прецеденты изменения законов, регламентирующих работу с фиктивным капиталом в недавнем историческом прошлом	Высокая
	Прецеденты ущемления прав акционеров в недавнем историческом прошлом	Высокая
	Прецеденты сбоев систем регистрации прав собственности на фиктивный капитал, системы банковских расчетов и систем торговли цennыми бумагами, либо наличие объективных предпосылок для таких сбоев	Высокая

<p>Неопределенность, связанная с неблагоприятными изменениями конъюнктуры мировых финансовых рынков, и их влияния на внутренний рынок</p>	<p>Наличие свидетельств ухудшения конъюнктуры мировых финансовых рынков: существенное повышение волатильности и нервозность участников, изменения процентных ставок, изменения доходности облигаций, рост спреда между высоконадежными и менее надежными облигациями</p>	Высокая
	<p>Развитие кризисных явлений на отдельных финансовых рынках</p>	Высокая
<p>Неопределенность, связанная с неблагоприятными изменениями на внутреннем рынке</p>	<p>Наличие свидетельств ухудшения конъюнктуры финансового рынка: существенное повышение волатильности и нервозность участников, изменения процентных ставок, снижение ликвидности рынка</p>	Высокая

Поскольку понятие неопределенности предполагает «незнание наверняка» величины отклонения фактического будущего результата от ожидаемого, при покупке финансовых активов, а само такое отклонение есть риск, то каждый инвестор ориентируется на такую стратегию инвестирования, которая позволяет получить требуемый уровень дохода при управляемом риске. Из положения, что более высокая степень неопределенности (то есть реализация сразу нескольких факторов неопределенности) предполагает больший уровень ожидаемого дохода, способного заинтересовать инвестора и побудить его к данной предпринимательской активности, автор приходит к выводу, что в условиях высокой неопределенности в России вполне объяснимо появление на фондовом рынке лишь инвесторов, ориентированных на получение высокого спекулятивного дохода, при высоком уровне риска. Большинство же инвесторов, которые, как правило, ориентированы на меньший доход и меньший риск, оказываются, в такой ситуации, не востребованы рынком. В то же время, присутствие на рынке, главным образом, инвесторов-спекулянтов определяет особые задачи, которые вынужден решать рынок, удовлетворяя потребности этих инвесторов. Особенность российского

фондового рынка в том, что в условиях высокой неопределенности спекулятивно настроенные инвесторы подменили собой консервативных, фактически вытеснив последних агрессивной политикой ведения бизнеса. Это обусловило характер фондового рынка, сложившегося в России в период трансформации, отличавшегося многочисленными деформациями.

Во второй главе диссертации – «Деформации российского фондового рынка» раскрыто содержание и виды деформаций, проанализированы причины их возникновения, кроющиеся в высокой неопределенности, показана роль деформаций в раскручивании кризиса российского фондового рынка, разработаны макроэкономические параметры арбитражной модели теории рынка капиталов, отражающие влияние факторов неопределенности на фондовый рынок, и на основе модели предложены направления государственного регулирования, снижающие неопределенность и устраняющие деформации.

Обоснованы критерии деформаций российского фондового рынка, под которыми в настоящем исследовании понимаются его качественные отличия от фондовых рынков данного класса (развивающихся, растущих рынков), либо препятствия в выполнении рынком своих основных функций. Последнее связано с тем, что многие механизмы развитых рынков в России отсутствуют, либо представлены в усеченном нефункциональном виде.

На основании имеющегося в литературе материала, а также систематизации и анализа статистических данных, в диссертационном исследовании сделан вывод о критически высоком уровне неопределенности фондового рынка в экономике России в период трансформации, в отличие от развитых рынков западных стран, и от развивающихся рынков (к числу которых автор относит российский фондовый рынок). Сделанное в исследовании замечание о современной тенденции «глобализации инвестирования» объясняет, что при отклонении характеристик рынка от типовых, последний воспринимается крупными институциональными инвесторами, контролирующими основные международные инвестиционные

капиталы, как новый класс активов с неизвестными инвестиционными свойствами и высокой неопределенностью. Это делает невозможным применение стандартизованных и унифицированных для класса развивающихся рынков схем инвестирования, включающих в себя определение допустимых отклонений от результата и предельных размеров финансовых вложений. Вывод о значительно более высокой неопределенности российского фондового рынка подтвержден в исследовании на основании анализа рассчитанных по статистическим данным показателей вариации и стандартного отклонения месячной доходности для российского рынка и мировых фондовых рынков (развитых и развивающихся) за период в 42 месяца (Таблица 2.).

Таблица 2 Сравнение значений вариации (дисперсии) и стандартного отклонения для российского индекса РТС и мировых фондовых индексов \*

Страна, фондовый индекс	Значение вариации	Значение стандартного отклонения
Россия, РТС	467,03	21,61
США, DJ Industrial	25,96	5,09
Япония, NIKKEY 225	36,09	6,01
Франция, CAC 40	46,17	6,79
Германия, DAX	52,48	7,24
Гонконг, Hang Seng	127,63	11,30
Сингапур, STI	120,07	10,96
Бразилия, BOVESPA	169,12	13,00

\* Расчеты произведены по данным месячной доходности индексов за период с февраля 1997 года по август 2000 года, то есть за 42 месяца. Источник: архив статистической информации РТС ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)), архив статистической информации агентства REUTERS ([www.reuters.ru](http://www.reuters.ru)).

Автор отмечает, что показатель рискованности вложений для российского индекса оказывается не только значительно хуже, чем для развитых рынков (представленных индексами США, Японии, Германии и Франции), но и существенно превышает показатели типичных представителей класса развивающихся рынков (Гонконг, Сингапур, Бразилия), к числу которых

относят и российский. Значительно больший уровень неопределенности и рискованности вложений подтверждает анализ такого показателя, как «разброс максимальных / минимальных значений, то есть амплитуда рыночных колебаний». Сравнение этих показателей для российского фондового индекса РТС и мировых фондовых индексов представлено в таблице 3. Анализ результатов сравнения свидетельствует в сверхвысокой рискованности вложений на фондовом рынке России.

Таблица 3. Сравнение разброса максимальных / минимальных значений мировых фондовых индексов и индекса Российской торговой системы (РТС) \*

Страна, фондовый индекс	Максимальное (минимальное) значение	Отношение максимального к минимальному
Россия, РТС	571,66 (37,91)	15,08
США, DJ Industrial	11750,28 (6356,37)	1,85
Япония, NIKKEY 225	20910,789 (12787,90)	1,64
Франция, CAC 40	6428,46 (2475,01)	2,60
Германия, DAX	8136,16 (3030,24)	2,69
Гонконг, Hang Seng	18391,57 (6544,79)	2,81
Сингапур, STI	2582,94 (800,27)	3,22
Бразилия, BOVESPA	19046 (4576)	4,16

\* Расчеты произведены по данным за период с февраля 1997 года по август 2000 года, то есть за 42 месяца. Источник: архив статистической информации РТС ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)), архив статистической информации агентства REUTERS ([www.moneynet.ru](http://www.moneynet.ru)).

Расчет последнего показателя для акций семи крупнейших эмитентов России, представляющих шесть важнейших секторов экономики: нефтяную промышленность, газовую промышленность, энергетику, телекоммуникации и средства связи, финансово-банковский сектор, металлургию, приведен в таблице 4. Анализ результатов позволяет сделать вывод о недопустимо высокой для консервативных инвесторов неопределенности и рискованности вложений в акции ведущих эмитентов российского фондового рынка.

Разброс котировок акций региональных акционерных компаний, к тому же менее крупных и ликвидных, приведен в таблице 5, на примере крупнейших эмитентов Челябинской области. Оказалось, что рискованность вложений в эти ценные бумаги, связанная с их высокой неопределенностью, является еще более высокой.

Таблица 4. Сравнение разброса котировок (максимальных / минимальных) значений для акций крупнейших семи российских эмитентов \*

Наименование Эмитента акций	Максимальное (минимальное) значение цены в долларах США	Отношение максимального к минимальному
РАО ЕЭС России	0,481 (0,015)	32,06
НК ЛУКОйл	26,9 (2,35)	11,45
ОАО Сургутнефтегаз	0,34 (0,015)	22,67
ОАО Газпром	1,78 (0,037)	48,11
ОАО Ростелеком	5,43 (0,32)	16,97
АКБ Сбербанк	344 (7,10)	48,45
РАО Норильский Никель	18,6 (0,25)	74,4

\* Расчеты произведены по сделкам в Российской торговой системе (РТС) за период с февраля 1997 года по август 2000 года, то есть за 42 месяца. Источник: архив статистической информации РТС ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)).

Таблица 5. Сравнение разброса котировок (максимальных / минимальных) значений для акций крупнейших эмитентов Челябинской области \*

Наименование эмитента акций	Максимальное (минимальное) значение цены в долларах США	Отношение максимального к минимальному
ОАО Челябэнерго	1,04 (0,01)	104
ОАО Связьинформ	95,25 (1,60)	59,53
ОАО ЧТИЗ (Челябинский трубопрокатный завод)	0,45 (0,01)	45
ОАО МЕЧЕЛ	47 (1,2)	39,16

\* Расчеты произведены по сделкам в Российской торговой системе (РТС) за период с февраля 1997 года по август 2000 года, то есть за 42 месяца. Источник: архив статистической информации РТС ([www.rtsnet.ru](http://www.rtsnet.ru)).

На основе примененной «модели определения цен основных активов (CAPM)» теории рынка капиталов, автором рассчитано и показано существенное влияние на динамику доходности российских ценных бумаг систематической составляющей общего риска, характеризующей неопределенность поведения рынка в целом. Прослежена причинно-следственная связь: «высокая неопределенность – деформации». По мнению автора, причины деформаций фондового рынка кроются в высокой неопределенности, при которой обычные механизмы адаптации рынка не работают. Влияние факторов неопределенности описывается моделью рынка, или однофакторной моделью. Основное соотношение этой модели можно представить следующим образом:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it},$$

где

$R_{it}$  — доходность актива  $i$  за период  $t$ ;

$R_{Mt}$  — доходность рыночного портфеля за период  $t$ ,

$\alpha_i$  — параметр, представляющий нерыночную составляющую доходности актива  $i$ ;

$\beta_i$  — параметр, отражающий влияние изменения рыночной доходности на доходность  $i$ -го актива при изменениях доходности рыночного портфеля;

$\varepsilon_{it}$  — параметр случайной ошибки, отражающий специфический риск, связанный с инвестициями в данный актив.

Степень влияния рынка на доходность актива (или степень чувствительности доходности портфеля), то есть систематический риск определяется в модели параметром «бета». Учитывается, что доходность акций также зависит от специфических условий, связанных с данной фирмой-эмитентом, и описываемых «остаточным членом», параметр  $\alpha$  рыночной модели равен средней «несистематической» доходности акций за фиксированный период времени.

В таблице 6 представлен расчет коэффициентов  $\alpha$  и  $\beta$ , рассчитанных с помощью линейной регрессии.

Таблица 6. Расчет коэффициентов «альфа» и «бета» уравнения рынка для семи крупнейших российских эмитентов\*

Наименование Эмитента акций	Коэффициент $\alpha$ «альфа»	Коэффициент $\beta$ «бета»
РАО ЕЭС России	3,33	1,33
НК ЛУКойл	1,56	0,91
ОАО Сургутнефтегаз	5,21	1,17
ОАО Газпром	1,97	0,81
ОАО Ростелеком	2,87	1,33
АКБ Сбербанк	1,20	1,75
РАО Норильский Никель	6,34	1,54

\* Расчеты произведены по данным месячной доходности индексов за период с февраля 1997 года по август 2000 года, то есть за 42 месяца. Источник: архив статистической информации РГС ([www.rgs.ru](http://www.rgs.ru)).

Тогда основное соотношение модели CAPM:

$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{Mt} + \varepsilon_{it}$ , примет для рассмотренных эмитентов вид:

Наименование Эмитента акций	Уравнение рынка (основное соотношение модели CAPM)
РАО ЕЭС России	$R_{it} = 3,33 + 1,33 * R_{Mt}$
НК ЛУКойл	$R_{it} = 1,56 + 0,91 * R_{Mt}$
ОАО Сургутнефтегаз	$R_{it} = 5,21 + 1,17 * R_{Mt}$
ОАО Газпром	$R_{it} = 1,97 + 0,81 * R_{Mt}$
ОАО Ростелеком	$R_{it} = 2,87 + 1,33 * R_{Mt}$
АКБ Сбербанк	$R_{it} = 1,20 + 1,75 * R_{Mt}$
РАО Норильский Никель	$R_{it} = 6,34 + 1,54 * R_{Mt}$

Анализ полученных результатов позволяет сделать заключение о высокой величине составляющей систематического риска в доходности эмитентов, и сильно ограниченной возможности диверсификации общего риска при

вложениях в ценные бумаги на российском фондовом рынке. Исходя из критериев деформаций фондового рынка (качественные отличия от рынков данного класса либо не выполнение рынком своих основных функций), автор указывает следующие виды деформаций российского фондового рынка, обусловленные высокой неопределенностью:

- Отождествление фиктивного-капитала (капитала-собственности) с правом распоряжаться реальным капиталом (капиталом-функцией).
- Создание оптовой структуры собственности, основанной на преобладании крупных собственников, контролирующих акционерные компании.
- Долговой характер фондового рынка, сверхвысокая концентрация финансовых ресурсов в одних фондовых инструментах – государственных облигациях.
- Невыполнение сектором корпоративных ценных бумаг функции источника инвестиций для реального капитала, лежащего в их основе.
- Полное отсутствие (например, опционов) или неразвитость (например, фьючерсов) многих фондовых инструментов, их существенные отличия от аналогов, представленных на других развивающихся фондовых рынках.
- Деформации этики отношений фондового рынка, проявившиеся в «грюндерстве» и создании «рынков лимонов».
- Деформации структуры участников фондового рынка – полное преобладание представителей мобильного спекулятивного капитала, отсутствие широкого круга частных инвесторов.
- Непрозрачная политика государства на фондовом рынке, проявляющаяся в принятии «не объясняемых» государственных решений, в предоставлении не равных инвестиционных возможностей, в сокрытии ключевой информации, необходимой для участников рынка.
- «Неполноценная приватизация», при которой кроме акционеров, существует великое множество экономических субъектов, имеющих право вмешиваться в деятельность предприятия и получать от него доходы, законные и незаконные.
- Деформация ориентиров инвестирования, сведение факторов, определяющих динамику котировок ценных бумаг исключительно к политической неопределенности.

Автором показано, что российский фондовый рынок сформировался как высоко спекулятивный, манипулируемый, не массовый, низко ликвидный и неемкий, с участниками, представленными преимущественно профессиональными спекулятивно настроенными игроками, при почти полном отсутствии долгосрочных консервативных инвесторов. В исследовании показана логика развития кризиса, как результата накопления деформаций. Сделан вывод об уникальности современной ситуации, характеризующейся наличием необходимых условий для преобразований фондового рынка в России. Так, сегодня российский рынок характеризуется, одновременно, достаточно современной и отлаженной инфраструктурой, наработанной законодательно-правовой базой, грамотными специалистами, достаточным количеством «известных, имеющих историю» ценных бумаг, и вместе с тем, их крайне низкими котировками и потерей ориентиров дальнейшего развития. Все это, наряду с улучшениями в экономике страны, способно привлечь на рынок качественно иных инвесторов, с более консервативными и долгосрочными инвестиционными горизонтами, при необходимом условии осуществления грамотной государственной макроэкономической политики и действий по регулированию рынка ценных бумаг, обеспечивающих снижение неопределенности и устранение деформаций.

В целях точечного воздействия на фондовый рынок, в исследовании применена арбитражная модель теории рынка капиталов для формализации действия различных факторов неопределенности, систематическим образом влияющих на фондовый рынок. Объяснена возможность отображения влияния различных факторов неопределенности на фондовый рынок посредством параметров:

1. темпы экономического роста, оцениваемые посредством изменения ВНП и индекса промышленного производства
2. процентные ставки и инфляционные ожидания (изменения доходности правительственные облигаций)

3. доверие инвесторов (изменения спреда доходности облигаций правительства страны и облигаций с высоким рейтингом; изменения дисконта цен акций компаний страны и компаний других стран, имеющих схожие фундаментальные показатели)
4. инфляция
5. «перетоки мирового капитала» (уровень ликвидности фондового рынка, выражющийся в объеме ежедневно заключаемых на рынке сделок)

С учетом этих параметров арбитражная модель принимает вид:

$$E(R_m) = RF + \beta F_1 [E(RF_1) - RF] + \beta F_2 [E(RF_2) - RF] + \dots + \beta F_5 [E(RF_5) - RF],$$

где:

$E(R_m)$  — ожидаемая рыночная доходность;

$F_h$  — Фактор  $h$  систематического риска;

$\beta_j$  — чувствительность рыночной доходности на  $j$ -й фактор;

$[E(RF_j) - RF]$  — превышение (систематической) доходности по фактору  $j$  над безрисковой доходностью (премия за  $j$ -й систематический риск).

Попытка формализации факторов систематического риска обеспечивает возможность концентрированного воздействия на необходимые макроэкономические параметры с целью снижения неопределенности и риска, а как следствие, устранения деформаций фондового рынка России и предотвращения фондовых кризисов. Для оценки влияния изменений параметров модели на фондовый рынок России, в диссертационном исследовании проведен регрессионный анализ зависимости динамики индекса РТС от этих величин, который выявил, что наибольшая относительная интенсивность влияния, среди рассмотренных параметров, на динамику фондового рынка принадлежит «темпам экономического роста» и «перетокам мирового капитала». Также установлена высокая зависимость динамики фондового рынка от «инфляции» и «доверия инвесторов». Расчет

коэффициентов регрессионной зависимости для исследуемых величин определил следующие уравнения:

- зависимость динамики фондового рынка (динамики индекса РТС) от краткосрочных темпов роста промышленного производства:

$$Y = -2,56 + 0,84*X$$

- зависимость динамики фондового рынка (динамики индекса РТС) от изменений процентных ставок и инфляционных ожиданий:

$$Y = 5,38 - 0,23*X$$

- зависимость динамики фондового рынка (динамики индекса РТС) от уровня краткосрочной инфляции:

$$Y = 2,73 - 0,77*X$$

- зависимость динамики фондового рынка (индекса РТС) от изменений годового ВВП России

$$Y = 92,86 + 12,19*X$$

- зависимость изменений значений фондового рынка (индекса РТС) и дневных объемов – влияние фактора «перетоки мирового капитала»

$$Y = 101,06 + 3,7*X$$

Уточнение параметров модели, в высокой степени определяющих динамику российского фондового рынка позволило автору предложить механизм государственного воздействия на макроэкономические параметры, способствующий снижению систематических рисков и неопределенности.

Так, на основании приведенной в исследовании связи между «темпами экономического роста» и динамикой фондовых рынков, сделан вывод о восприятии инвесторами положительных темпов роста экономики как гарантии благоприятного развития фондового рынка, а отсутствия экономического роста – как повышения неопределенности и рискованности инвестиций. В связи с этим, в работе предложены рекомендации практического характера, способствующие, по мнению автора, поддержанию положительных темпов экономического роста, как следствие снижающие неопределенность фондового рынка и повышающие его инвестиционную привлекательность.

Рекомендовано прекратить практику использования Центральным Банком Российской Федерации высоких ставок процента как инструмента денежно - кредитной политики, и стремление к поэтапному снижению ставок рефинансирования и других централизованно устанавливаемых ставок процента, подавление доходности государственных ценных бумаг, что посредством воздействия на параметр «процентные ставки» модели благоприятно скажется на фондовом рынке России.

В целях воздействия на параметр «доверие инвесторов» высказана мысль о необходимости неукоснительного и четкого исполнения государством традиционных регулятивных функций на фондовом рынке:

- определение правовых основ функционирования фондового рынка
- предоставление гарантий соблюдения установленных правовых основ и осуществление административного контроля деятельности на фондовом рынке
- поддержка основ ответственности и доверия на фондовом рынке, в частности, посредством развития саморегулируемых организаций профессиональных участников фондового рынка.

Предложено использовать географические и политические преимущества России для создания в Москве крупного финансового центра, что позволило бы положительно воздействовать на параметр «перетоки мирового капитала» предложенной модели. Установленная высокая зависимость значений фондового индекса Российской торговой системы (РТС) от объема ежедневно заключаемых на рынке сделок позволяет предположить, что привлечение каждого дополнительного 1 миллиона долларов США инвестиционных ресурсов будет отражено ростом фондового индекса РТС на 3,7 процентных пункта. Создание крупного финансового центра в России позволило бы существенно повысить емкость, ликвидность и капитализацию российского рынка, а значит создать предпосылки для его эффективной работы как инструмента мобилизации инвестиционных ресурсов и их перераспределения в реальный сектор экономики.

### III. РАБОТЫ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

1. Каабинцев Д.А. Финансовый кризис в России: плата за интеграцию или особенности политической экономики? // Вестник Московского государственного университета. Серия 6. Экономика. 2000. № 1. - М.: - Московский государственный университет, 2000, с. 23-34.
2. Каабинцев Д.А. Использование методов теории управления капиталом для обеспечения эффективной работы инвестора на фондовом рынке // Проблемы совершенствования и развития экономических отношений в переходной экономике: Сборник научных трудов / под ред. В.И. Бархатова. - Челябинск: Издательство ЮУрГУ, 2000, с. 84-95
3. Каабинцев Д.А. Перспективы российского фондового рынка и мировой финансовый кризис // Актуальные проблемы переходной экономики: Сборник научных трудов / под ред. В.И. Бархатова. - Челябинск: Издательство ЮУрГУ, 1999, с.277-290
4. Каабинцев Д.А. Фактор высоких временных предпочтений российского общества как условие и причина кризиса фондового рынка // Россия на пути реформ: XXI век – камо грядеши?: Материалы Всероссийской научно-практической конференции: Секция «Инвестиционные процессы в экономике России». - Челябинск, УрСЭИ АТиСО, 2000, с. 59-61
5. Каабинцев Д.А. Динамическая макромодель ценообразования в переходной экономике // Проблемы оптимизации и экономические приложения: Тезисы докладов Международной конференции. - Омск: Омский государственный университет, 1997 с. 119-120