

Министерство образования и науки Российской Федерации
Федеральное государственное автономное образовательное
учреждение высшего образования
«Южно-Уральский государственный университет
(Национальный исследовательский университет)»
Институт открытого и дистанционного образования
Кафедра «Управление и право»

ПРОЕКТ ПРОВЕРЕН

Рецензент

комм. директор ООО «Завод-Центр»

_____ В.В. Яковлев

_____ 20__ г.

ДОПУСТИТЬ К ЗАЩИТЕ

Заведующий кафедрой

_____ А.А. Демин

_____ 20__ г.

Повышение эффективности государственного регулирования фондового
рынка

ВЫПУСКНАЯ КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА
ЮУрГУ - 38.04.01.2018.95490.ВКР

Руководитель практики

доцент кафедры ЭТГМУ

_____ А.А. Горшков

«__» _____ 2018 г.

Автор работы

студент группы ДО–380

_____ Н.И. Фарвазиева

«__» _____ 2018 г.

Нормоконтролер

ст. преподаватель кафедры УиП

_____ Е.Н. Бородина

«__» _____ 2018 г.

Челябинск 2018

АННОТАЦИЯ

Фарвазиева Н.И. Повышение эффективности государственного регулирования фондового рынка. – Челябинск: ЮУрГУ, 2018, ДО–380, 68 с., 14 ил., 5 табл., библиогр. список – 52 наим., 12 л. плакатов ф. А4

Объектом выпускной квалификационной работы является государственное регулирование фондового рынка, направленное на обеспечение стабильного развития финансового сектора экономики и повышение его ликвидности.

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

В работе выявлены исторические аспекты становления фондового рынка на глобальном и национальном уровнях, а также действия и регулирование фондового рынка в условиях кризиса. Проведен анализ основных современных проблем и недостатков государственного регулирования фондового рынка, а также анализ механизмов регулирования эмиссии и обращения ценных бумаг. Рассмотрена деятельность саморегулируемых организаций профессиональных участников на рынке ценных бумаг. Фондовый рынок испытывает на себе все негативные тенденции экономики, а так же является важным указателем макроэкономических действий. В связи с этим, первостепенным считается экономическая безопасность с целью достижения конкурентоспособности на международном рынке.

Результаты выпускной квалификационной работы имеют практическую значимость и могут применяться при формировании стратегии выявления особенностей государственного регулирования фондового рынка в современной России, разработке и обоснованию механизмов и инструментов государственного регулирования, применимых на фондовом рынке с целью повышения эффективности функционирования и финансовой устойчивости национальной экономики.

ОГЛАВЛЕНИЕ

| | |
|--|----|
| ВВЕДЕНИЕ..... | 6 |
| 1 РОЛЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНОГО И НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА..... | 8 |
| 1.1 Международный опыт государственного регулирования фондового рынка..... | 8 |
| 1.2 Государственное регулирование фондового рынка в условиях кризиса..... | 13 |
| 2 АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ ПРОБЛЕМ И МЕХАНИЗМОВ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РФ..... | 21 |
| 2.1 Современные проблемы государственного регулирования фондового рынка..... | 21 |
| 2.2 Механизмы государственного регулирования эмиссии и обращения ценных бумаг..... | 25 |
| 2.3 Анализ деятельности российских саморегулируемых организаций в системе регулирования фондового рынка..... | 28 |
| 2.4 Недостатки фондового рынка России..... | 36 |
| 3 ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РФ..... | 40 |
| 3.1 Пути повышения эффективности государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций..... | 40 |
| 3.2 Эффективность применения государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций..... | 53 |
| ЗАКЛЮЧЕНИЕ..... | 62 |
| БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК..... | 66 |

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы: Необходимость обеспечения экономического роста, масштабное привлечение инвестиций в реальный сектор экономики с помощью фондового рынка, как важнейшего института рыночной экономики.

Степень разработанности проблемы. Существенный вклад в анализ проблем повышения эффективности государственного регулирования фондового рынка внесли такие исследователи как Р. Эллиотт, К. Жугляр, С. Кузнец, Н. Кондратьев и другие.

Объект выпускной квалификационной работы – государственное регулирование фондового рынка, направленное на обеспечение стабильного развития финансового сектора экономики и повышение его ликвидности.

Предмет выпускной квалификационной работы – совокупность механизмов и инструментов взаимодействия профессиональных участников фондового рынка и системы государственного регулирования фондового рынка.

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

Задачи работы:

– анализ государственного регулирования фондового рынка в современных условиях;

исследование механизмов и проблем государственного регулирования фондового рынка в РФ;

– разработка предложений по развитию механизмов государственного регулирования фондового рынка, эмиссии и обращения ценных бумаг, эффективность применения государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций;

– рассмотрение эффективности применения государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций.

Теоретической и методологической базой исследования послужили фундаментальные концепции и разработки, представленные в научных исследованиях российских и зарубежных ученых по вопросам повышения эффективности государственного регулирования фондового рынка РФ.

Нормативно-правовую базу составили законодательные и нормативные акты РФ, субъектов РФ, регулирующие вопросы финансово-хозяйственной деятельности предприятия.

Информационной базой выпускной квалификационной работы являются данные Федеральной службы государственной статистики РФ, иностранных статистических агентств, статистические базы международных экономических организаций, данные периодической печати, статистические данные предприятий и организаций и других источников.

Научная новизна выпускной квалификационной работы состоит в развитии теоретических положений повышения эффективности государственного регулирования фондового рынка РФ, в частности:

- 1) на основании анализа теоретических аспектов влияния эффективности государственного регулирования фондового рынка РФ выявлены механизмы государственного регулирования эмиссии и обращения ценных бумаг;
- 2) проведен анализ деятельности российских саморегулируемых организаций в системе регулирования фондового рынка;
- 3) проведен анализ современных проблем и недостатков фондового рынка России;
- 4) разработаны пути повышения эффективности государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций.

Результаты выпускной квалификационной работы в частности, разработанные рекомендации по повышению эффективности государственного регулирования фондового рынка РФ имеют **теоретическую и практическую значимость.**

1 РОЛЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ГЛОБАЛЬНОГО И НАЦИОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

1.1 Международным опытом государственного регулирования фондового рынка

Регуляторы на фондовых рынках цивилизованных стран представляются в виде одной общей системы действий и общие предписания со стороны государственных регуляторов. Во всех государствах собственные государственные характерные черты и своя система управления. Периодически стратегия действий национальной системы изменяется и совершенствуется. При этом выделяют общее среди них, которое относится к некоторым государствам, такие как, унификация и симплификация процессов регулирования в том случае, если имеется национальный регулятор свыше, такой как в Евросоюзе [24]. Среди наиболее крупных экономик мира модель урегулирования фондового рынка Соединенных Штатов Америки является предпочтительно развивающейся, и одновременно более специфической. Любые вносимые изменения в ней приводят к корректированию политик государственного регулирования по всей планете. Следовательно, рассмотрение мировой практики регулирования фондового рынка разумнее всего с данной страны [4].

Удивительно то, что до начала XX века регуляторы Америки устанавливали политику абсолютного нейтралитета на рынке ценных бумаг. Условия устанавливали сами организаторы торгов, тем самым ущемляя интересы акционеров и инвесторов. В то время на рынках развивалась внутрисекретная торговля, финансовые пирамиды и ценовые манипуляции. После 1918 года появляется многозначное количество вымышленного капитала на рынках США, который характеризуется эмиссиями, необеспеченных активами акций. В результате чего, некоторые штаты стали предпринимать попытки урегулирования продажи инвесторам, но, несмотря на это, федеральное регулирование отсутствовало продолжительный период времени. Зарождение маргинальной торговли, то есть выдачи средств банками для приобретения ценных бумаг, аккумулировало риски перекапитализации игроков, что в виду отсутствия должного контроля рисков, послужило толчком для массового банкротства банков в 1929 году и падения фондового рынка. После выборов Т. Рузвельт остро поставил вопрос о необходимости урегулирования деятельности публичных компаний и экономических институтов, тем самым привнес немаловажный вклад в развитие фондового рынка Америки. В 1933 году выходит Закон о ценных бумагах, который регулирует эмиссию ценных бумаг. Закон обязывает предоставлять экономическую информацию в виде определенного документа, входе размещения ценных бумаг, среди неопределенного круга лиц. Позже набирает силу Закон Гласса-Стигала, запрещающий проводить брокерские операции и осуществлять инвестиции в ценные бумаги коммерческим банкам, при привлечении депозитов. В 1934 году выходит Закон о фондовых биржах, обязывающий всех профессиональных участников зарегистрироваться в Комиссии по ценным бумагам (SEC). Закон вводит ограничения на торговлю

ценными бумагами для директоров и управляющих компаний, а так же запрещает манипулирования ценами акций и вводит ограничения на короткие продажи.

В 1938 году Закон о фондовых биржах был подкорректирован, с целью установления контроля на внебиржевом рынке. Они предусматривали создание подконтрольной группы SEC Национальной ассоциации фондовых дилеров (NASD), деятельность которой заключается в установлении контроля над внебиржевыми операциями финансовых корпораций [5].

К наиболее современному этапу формирования правительственного управления допускаются определенные действия властей, нацеленные на увеличение степени прозрачности компаний посредством регламентированных условий согласно выявлению данных (надзор экономической отчетности целиком исполняется регулирующим органом), кроме того усилением общепринятых норм ответственности должностных лиц, аудиторов, консультантов, и многое другое. В 2010 году утверждение Закона Додда-Франка о реформировании экономического отдела, а также разработка большинства правил повергло к концентрации на защите прав потребителей, увеличении прозрачности рынка, организация общей системы контроля рисков и надзора, а также повышение жесткости урегулирования по отношению к крупным банкам, ужесточение требований к их капиталам[16].

Для США характерна система распыленного регулирования с выделением главного регулятора в банковском секторе. Регулирование осуществляется через небольшое количество организаций. Сегодняшняя структура SEC состоит из 11 функциональных и 9 региональных управлений. Ее члены избираются президентом с согласования Сената.

Комиссия по срочным биржевым сделкам (CFTC) является не менее важной системой. Она регулирует операции с опционами и фьючерсами на товары, долговые инструменты и процентные ставки.

Функции саморегулируемой организации выполняет «Национальная фьючерсная ассоциация» (NFA) на фьючерсном рынке.

Организации банковских регуляторов:

- 1) «Федеральная резервная система» (FRS), выполнение контроля банковской системы США;
- 2) «Управление контролера денежного обращения» (ОСС), отдел Казначейства. Контроль и регулирование реализации законов о банковской системе, а также разработка и внедрение списка процедур и требований по составлению устава, действий и прекращения работы национальных банков;
- 3) контроль деятельности местных банков осуществляется Государственными банковскими комиссиями в 50 штатах [3].

Особенностью развития банковской системы Америки является отсутствие общенациональной денежной единицы, вплоть до XIX века, а также общенациональная банковская система до 1913 года. Это и было причиной возникновения экономических кризисов, тормозящую в развитии экономику государства. В противовес стремлению отдельных штатов к независимости от центрального правительства была создана Федеральная резервная система,

которая какой-то степени разрешала конфликт интересов. Участниками данной системы в принудительном порядке обязывались стать все национальные банки, а штатные банки имели возможность входить в систему по собственному желанию.

В 1999 году была проведена модернизация в экономической области, неполная ликвидация закона Гласса-Стигла привела к появлению больших экономических холдингов, которые предлагали обширный перечень услуг.

В Германии основой надзора и управления является Федеральное ведомство по надзору (BaFin), основанное в 2002 году. Данное ведомство находится в сфере деятельности Министерства финансов и осуществляет контроль над большей частью рынка. Данная политика обеспечивает платежеспособность, эффективность финансового сектора, а также защиту прав банковских инвесторов и вкладчиков. В полномочиях немецкого федерального банка по-прежнему осталось осуществление части надзорных функций, в том числе и несет ответственность за стабильность банковского сектора и осуществляет контроль над деятельностью кредитных организаций [6]. В 1993 году вышел Закон о торговле ценными бумагами. В 1994 году – «Закон о фондовых биржах», вследствие его принятия выступает новый федеральный орган – Комиссия по ценным бумагам. Данная комиссия выполняет функцию регулирования рынка государственных ценных бумаг, а также принуждение подписания контрактов в банковской деятельности профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

В системе регулирования Франции отсутствует ведущий регулятор, она является образцом распыленной системы регулирования. Франция – крупнейший поставщик IT-решений на фондовом рынке, а также первая страна, при которой впервые внедрили бездокументарную форму выпуска акций. Система регулятора Франции финансового и фондового рынка представляется в виде иерархии, в которой взаимосвязанные подразделения подчиняются Министерству экономики. Создание Ведомства по финансовым рынкам (AMF) на базе Комиссии по биржевым операциям, Совета по финансовым рынкам и Дисциплинарного совета по вопросам портфельного управления, привело к переходу к более централизованному урегулированию с 2003 года. В состав структуры AMF входят Правление, принимающее решения, в области политики регулирования, и Дисциплинарная комиссия, состоящая из специализированных и консультативных комитетов [10].

«Комитет по кредитным учреждениям и компаниям по ценным бумагам» (CECEI) занимается лицензированием деятельности профессиональных участников. Данный комитет рассматривает заявления на лицензии по совершению операций с ценными бумагами предприятий. «Комитет по регламентации деятельности банков и других финансовых организаций» (CRBF) устанавливает пруденциальные нормы и условия, направленные на сохранение конкуренции и минимизацию рисков. Подразделение Центрального банка (CB – Le Comite des Bancaire) обладает функцией надзора за совершением операций с ценными бумагами в банковском секторе.

В Японии главным нормативным актом, который регулирует деятельность на рынке ценных бумаг, является «Закон о ценных бумагах и фондовых биржах»,

принятый в 1947 году, но в последующие годы претерпевал многочисленные изменения. В его основу были заложены нормативные акты США 1933–1934 гг. Далее по типу комиссии Америки (SEC), создается Комиссия по ценным бумагам в 1948 году [7]. Но впоследствии, упраздняется и переходит в управление к Министерству финансов, в котором была сконцентрирована большая часть регулирующих функций. По этому признаку Япония больше всего этим и отличалась от других стран. Также Министерство финансов было вплотную связано с частным бизнесом, с сообществом брокерских и дилерских фирм. Хотя следует отметить, что число сотрудников не превышало более 150 человек, включающий совещательный орган из 20 специалистов. Главной функцией совета была подготовка рекомендаций для усовершенствования законодательства по ценным бумагам [14].

В 1992 году появляется совершенно новая комиссия по биржам и ценным бумагам. Она выполняла наблюдательную и контролирующую функцию и следила за состоянием рынка. Таким образом, комиссия исполняла надзорные функции по регулированию рынка, а Министерство финансов контролировало ее участников. Появление данной комиссии было не случайно, оно связано с кризисной ситуацией на фондовом рынке Японии. Были выявлены серьезные нарушения, такие как, использование служебной информации, манипулирование ценами на рынке и многое другое. В 1998 году начинается реформа «Большой встряски». На протяжении трех лет эта реформа проходила в несколько этапов и привела к следующему ряду изменений:

- 1) разрешение по созданию финансовых холдинговых компаний;
- 2) осуществление брокерских операций с ценными бумагами без государственной лицензии;
- 3) сняты ограничения для нерезидентов на владение акциями листинговых компаний;
- 4) открытие доступа брокерским и дилерским фирмам к доверительным банковским операциям;
- 5) отмена запрета на выполнение банками и компаниями услуг страховых компаний;
- 6) упразднение преград между банками, компаниями по ценным бумагам и доверительными банками: получение права заниматься не только своим бизнесом, но и бизнесом друг друга;
- 7) ужесточение наказания за полукриминальные операции на рынке;
- 8) отмена существовавших ранее запретов на выкуп собственных акций корпорациями.

Разрешение по созданию финансовых холдинговых компаний. Банкам было разрешено учреждение дочерних компаний по торговле ценными бумагами, а также торговля инструментами коллективных инвестиций. Также было разрешено компаниям по ценным бумагам оказывать услуги по хранению и распоряжению имуществом клиентов, на основании письменных распоряжений. Отмена запрета на выполнение банками и компаниями услуг страховых компаний. Полностью устранены фиксированные комиссионные, а также отмена ограничений на

владение акциями листинговых компаний нерезидентами. Ужесточены наказания за полукриминальные операции на финансовом рынке, такие как, конфискация прибыли, полученной путем инсайдерской торговли или манипулирования ценами. С 1997 года пенсионными фондами стали заниматься трастовые банки, компании страхования жизни, а так же компании по ценным бумагам. Снятие ограничений на участие в иностранных институтах коллективного инвестирования. Смягчение правил, ограничивавшие выкуп собственных акций корпорациями. Создали специальный регулирующий орган вне Министерства финансов, главной функцией которого являлся контроль над всей финансовой системой страны – Агентства финансового надзора, которое в 2000 году переименовано в Агентство по финансовым услугам. Оно участвует в подготовке нормативных документов, касающихся финансовых учреждений. При этом банк Японии оставляет за собой право проверять банки, а также право блокировки счетов нарушителей, но при этом наложением санкций занимается Агентство.

Так же в рамках реформы обязательным является предоставление информации эмитентами регулятивному органу и биржам в электронной форме со свободным доступом к ней частных инвесторов через Интернет (ранее система раскрытия информации была очень слабой и мало соответствовала, например, требованиям американской SEC) [8].

Непосредственно, контроль над деятельностью брокеров и дилеров на рынке осуществляет Комиссия по ценным бумагам и биржам, подчиненная Агентству по финансовым услугам.

До 1990 года в России осуществлялся тотальный контроль, за финансовыми потоками. Так как финансовый рынок является механизмом перераспределения денежных средств, то одним из первостепенных вопросов правительства стало создание условий, при которых будут осуществлять свою работу данные сферы экономических отраслей. В 1991 году возникли первые открытые акционерные общества, выпускающие акции в раскрытую реализацию с первоначальным размещением. Возникли государственные облигации на биржевых торгах, кроме того, осуществлялось глобальное формирование акционерных сообществ и выход их акций в продажу, появление многочисленных бирж и основание других институтов рынка. В следствии появились все возможные виды ценных бумаг с многочисленными сроками действия, эмитированными в основном корпорациями и государством. В 1993–1995 годах сформировали и совершенствовали сформированный рынок государственных ценных бумаг, а кроме того концепцию приватизационного законодательства в 1992–1994 годах. В следствии рынок ценных бумаг в России впервые стал оказывать давление на общеэкономическое и политическое продвижение страны, началось использование ценных бумаг для разрешения кризиса неплатежей [9]. Впервые иностранными инвесторами осуществились крупные инвестиции в акции российских приватизированных предприятий. Далее начала появляться высококачественно новейшая нормативная основа, которая определяла институционально-регулятивные аспекты функционирования рынка ценных бумаг. Происходили положительные устойчивые перемены, сопряженные с формированием инфраструктуры, а кроме

того единые благоприятные тенденции и многозначные резервы в развитии ликвидности и капитализации рынка. Вследствие такого формирования фондового рынка, возрастающее международное признание, доступ российских эмитентов к мировым финансовым рынкам. Тем не менее, интенсивный рост отечественного рынка был остановлен кризисом 1998 года, когда рынок вернулся к начальной позиции своего развития [13].

Страны, в которых происходит централизованное управление на фондовом рынке, а также контроль и регулирование финансовых институтов осуществляется непосредственно через единый государственный орган, называются страны с мегарегуляторами.

Создание мегарегулятора с основными функциями слежения над всеми экономическими организациями, а также сохранение регулирующего органа без передачи надзорных функций в области кредитных организаций, является известным принципом создания системы регулирования в фондовом рынке. Создание данного органа происходит путем объединения подразделений профучастников и регуляторов. В большинстве стран используется похожие условия финансирования мегарегулятора, от которого во многом зависит степень эффективности данной работы. Однако, как показывает практика, регулятор способен самостоятельно генерировать доходы из комиссионных сборов с оборотов торгов и комиссий с объема выпуска ценных бумаг. Функционирование осуществляется благодаря существованию специального законодательного акта, который устанавливает статус, сферу ответственности и полномочия [11].

Так как мегарегуляторы неправительственные учреждения, то они наделены большой властью и полномочиями, а так же обладают правоустанавливающими функциями. Мегарегуляторы могут создавать свои нормативные акты и контролировать их исполнение.

Интересен тот факт, что ни одна страна не построила политику мегарегулирования на базе Центрального Банка, кроме России. В данной позиции построения мегарегулирования много было сомнений и потенциальных рисков, но, в конечном счете, Банк России является эмитентом облигаций, агентом по ценным бумагам Министерства Финансов, участником торговых операций, а так же является владельцем акций в крупнейшем госбанке и основной фондовой бирже.

1.2 Государственное регулирование фондового рынка в условиях кризиса

Циклическое развитие возникновения кризисов в экономике интересно тем, что существует определенная группа циклов по периодичности с одноименными названиями циклов, указывающие на фамилии их исследователей, например, «краткосрочные циклы Китчина», «среднесрочные циклы Жюгляра», «ритмы Кузнецца», «длинные волны Кондратьева». Благодаря выборке переломных моментов в истории мирового экономического развития XIX–XX веков в работах этих ученых, предоставляется возможность видеть динамику инфраструктурных и институциональных сдвигов на мировом рынке. Волнообразность экономического развития вытекает в долгосрочную динамику фондовых индексов

и ценовую политику основных его активов. Увеличение волатильности инструментов тренда является сигналом, предвещающим его изменение на фондовом рынке, притом возрастающая амплитуда ценовых волн, скорее всего, приведет к глобальным структурным изменениям в доходах профессиональных участников. В ходе принятия конкретных политических решений способствует повышению волатильности и неустойчивому состоянию на рынках, а также может привести к военным конфликтам, которые в свою очередь значительно повлияют на цены сырьевых активов. Важно в период кризиса отладить механизмы регулирования волатильности, тем самым эффективно оказывать влияние на стоимость привлечения ресурсов в перспективные для государства отрасли. В 1930-х годах, при изучении колебания цен финансовых активов Р. Эллиотт разработал теорию волнового движения рынков, которая в полной мере отражала возможность определения изменений рынка ценных бумаг при помощи наблюдений волн, циклически повторяющихся движений. Однако данная теория не позволяет отклониться от самого упадка в экономике и снижения рыночных цен. Кроме того, смена экономических циклов говорит о том, что методы, применяемые государством на более ранних этапах развития рынка, могут оказаться неэффективными в данной ситуации. Политика группы частных и государственных регуляторов оказывают большое влияние на современную мировую экономику и глобальный фондовый рынок. Наиболее известные группы: Комиссия по ценным бумагам, Федеральная резервная система (ФРС), а так же Европейский Центральный Банк (ЕЦБ). Несмотря на локальный характер принимаемых решений в управлении Министерством финансов, также может способствовать порождению импульсов в статистике мировых фондовых индексов. Международные ассоциации также играют важную роль в системе регулирования фондового рынка. Их деятельность направлена на достижение прозрачности фондового рынка, стандартизацию договорной базы и понижение рисков осуществляемых операций. К таким ассоциациям относят: Международную Ассоциацию Свопов и Деривативов (ISDA) и Международную Ассоциацию рынка ценных бумаг (ICMA). Их деятельность помогает стабилизировать ситуацию на фондовом рынке, путем выработки стандартной документации с регламентацией действий при наступлении дефолта по обязательствам одной из сторон договора. При этом если на ранней стадии глобализации, государственные регуляторы работали более «точечно», то с ростом стандартизации инвестиционных механизмов и отношений между участниками фондового рынка сегодня происходит уменьшение диапазона принимаемых решений в области управления [11].

В рамках конкретной антикризисной программы, методы осуществляющие влияние на рынок могут применяться как в пределах одного решения, так и в совокупности. Их последовательность может быть абсолютно разной.

Возможность создания иллюзии государственного невмешательства в рынок могла бы появиться, если регулятору удалось бы остановиться на применении квазирыночных методов. Суть данного регулятора сводится к опосредованному влиянию государством на рынок. Однако данный факт не означает, что действуя

не напрямую, государственный регулятор в меньшей степени осуществляет влияние на фондовый рынок.

Формирование государственной экономики в значительной мере зависит от фондового рынка. Помимо этого действия, происходящие в одном государстве, существенно влияют на фондовые рынки других государств. Затруднения в вопросе регулирования фондового рынка в условиях экономического кризиса заключается в уязвимости воздействия разрушающих действий и способность перераспределять отрицательное воздействие на иные отрасли государственной экономики, так как фондовый рынок предрасположен к скоплению рисков. В аналогичных обстоятельствах функционирования первостепенной проблемой является предоставление безопасных условий для формирования фондового рынка, которые необходимо осуществлять с помощью применения своевременных мер его урегулирования с целью устранения проблем и угроз, мешающих общему процессу. Индексы ММВБ и РТС на бирже резко реагируют на возникновение кризисных тенденций на фондовом рынке, так как на их значения напрямую оказывает крупное влияние на поведение всех его участников. Расчет индекса РТС на российском фондовом рынке начался в 1995 года (рисунок 1). И уже в июне 1997 года индекс фондовой биржи вырос в 2 с лишним раза, а 8 августа 1997 года достиг максимума – 569 пунктов. С начала августа 1997 года появились первые ответные реакции на финансовый кризис стран азиатского региона и индекс РТС понизился на 31 % и достиг отметки 392 пункта.

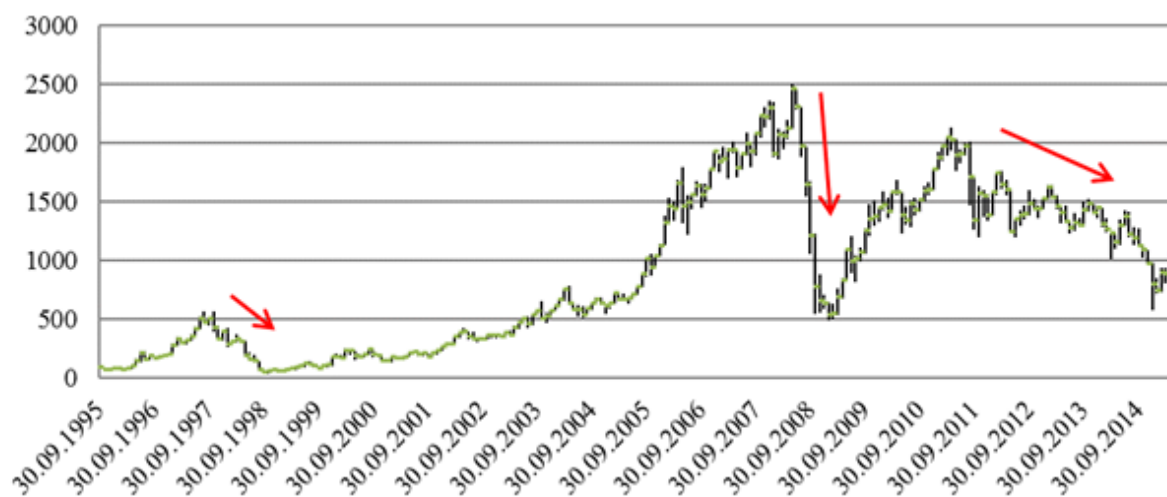


Рисунок 1 – Биржевой индекс РТС и его динамика (30.09.1995–30.09.2014)

В России 22 сентября 1997 года начался расчет индекса ММВБ (рисунок 2). Его первоначальное значение составляло 100 пунктов. Однако уже в начале октября 1998 года индекс РТС снизился до 38 пунктов, а индекс ММВБ – до 18 пунктов по причинам снижения ВВП, большого государственного долга, а так же понижение состояния платежного баланса и цен на российские акции. В 2008 году индекс РТС резко снизился на 76 %, составляя в начале года 2300 пунктов, а в конце 549,43 пункта, а индекс ММВБ – упал на 68 %, с отметки 1897,11 пункта в начале года до 612,05 пункта в конце года. Кризис в 2006 году на

ипотечном рынке США стал почвой для развития мирового финансового кризиса. Также упали цены на нефть и потребительский спрос. Объем сделок с производными финансовыми инструментами увеличился. Появился очень высокий спрос на кредиты в связи с низкими кредитными ставками. Совокупность этих факторов явилось причиной мирового финансового кризиса.

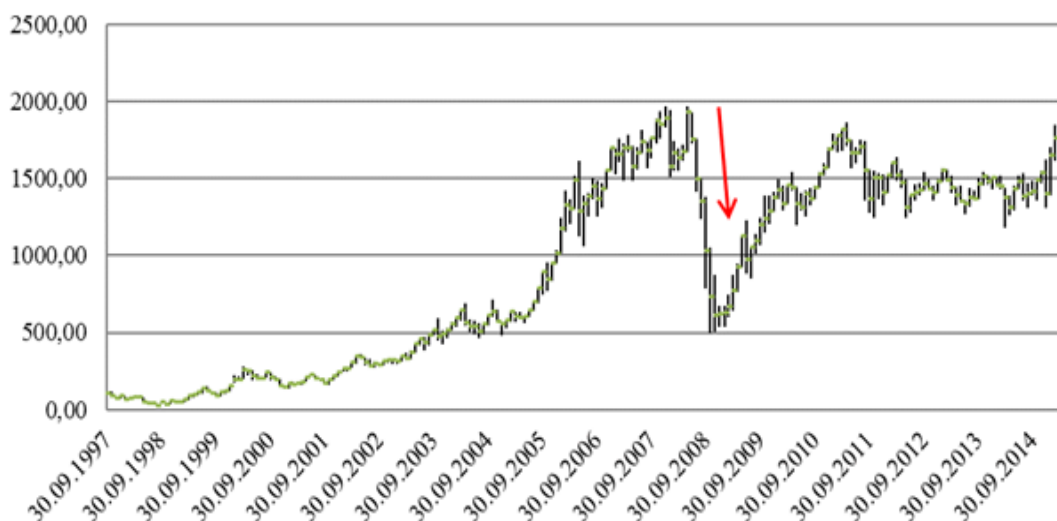


Рисунок 2 – Биржевой индекс ММВБ и его динамика (30.09.1997–30.09.2014)

В 2011 году индекс РТС восстановил по большей части свои потери в сравнении с 2008 годом, однако, после этого по причине влияния кризисных явлений и экономических проблем в Америке и Европейской части наблюдается резкое понижение по данному индексу. Таким образом, национальные биржевые индексы (ММВБ и РТС) выступают в роли непосредственного индикатора, который отражает финансовое состояние фондового рынка, для стабилизации которого во время кризиса могут применяться различные механизмы (рисунок 3).

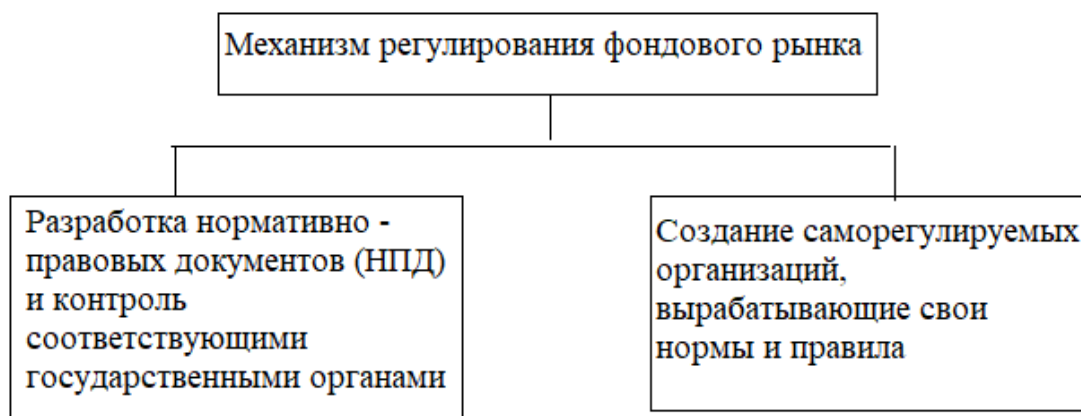


Рисунок 3 – Современные механизмы регулирования фондового рынка

Как правило, в современных обстоятельствах тот и другой механизм присутствует в той или иной степени, в зависимости от определенных условий и устоев, которые сложились в том или ином государстве.

Механизмы урегулирования фондового рынка могут выражаться в данных способах подбора линий решения в кризисных условиях — рисунок 4.

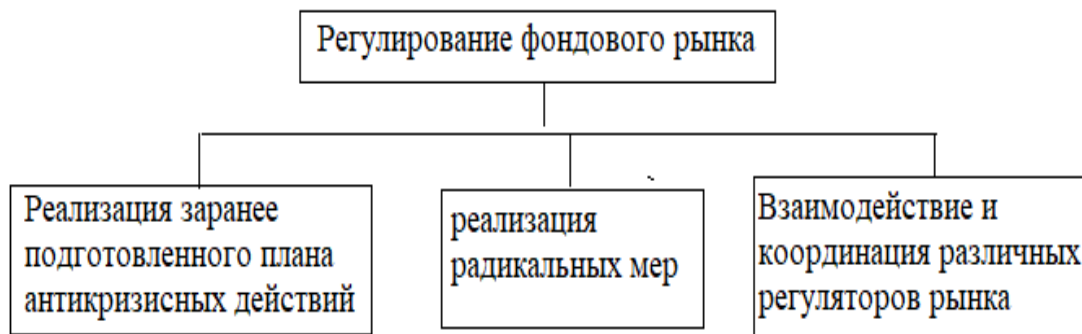


Рисунок 4 – Механизмы регулирования фондового рынка

При создании конкретного проекта антикризисных операций в главную очередность следует отнести необходимость на фондовом рынке своевременного контроля, который предоставляет возможность регуляторному органу грамотно производить оценку его состояние и предусматривать кризисные ситуации [18].

Немаловажно и разработка автоматической «установки» рынка, например, price limits (лимиты перемены стоимости на протяжении торгового дня), trading halts (автономная остановка продаж), механизмы специализированных котировок, и многое другое. Распределение операций разносторонних регуляторов и подобных отраслей может перейти в формирование специальных рабочих группировок или иных структур, способных урегулировать ситуацию в ручном режиме. Что касается кардинальных мер, требуемых для остановки убывания денежных средств, в таком случае регуляторы обязаны быть подготовленными к применению прямой интервенции государства на фондовом рынке, что впервые проведено в 1998 году в Гонконге, когда фондовый рынок подвергся массовому нападению валютных спекулянтов. В 1992 году в Устав Франкфуртской фондовой биржи был внесен пункт, позволяющий управляющему совету тормозить официальное расценивание, в том случае если нормированной деятельности на фондовой бирже угрожает кризисная ситуация. Такая же система управления у Австралийской фондовой биржи, при чрезвычайных ситуациях разрешено останавливать торговые сессии на срок, не более чем на 21 день. При активных спекулятивных атаках в 1997 году в Малайзии был введен оперативный лимит на движение средств по счету капиталов, таких как введение ограничений на вывоз средств от продажи ценных бумаг, а также запрещение внутренних кредитов иностранным экономическим институтам и многие другие критичные меры.

Необходимые меры, для благополучного преодоления кризисных ситуаций в России:

- 1) формирование обстоятельств с целью возврата IPO на фондовый рынок Российской Федерации;
- 2) приостановление принятия законов, которые ухудшают инвестиционную привлекательность;
- 3) принятие проекта системных мер по развитию экономического рынка в отдельных регионах;
- 4) соединение имеющихся товарных площадок с целью формирования товарной биржи;
- 5) внедрение во все без исключения профильные ведомственные комитеты, которые относятся к развитию экономического рынка, профессиональных участников рынка;
- 6) формирование целесообразной и понятной участникам рынка концепции построения международного экономического центра;
- 7) введение полного государственного рейтинга брокерских и инвестиционных фирм, а также профессиональный институт экономического судопроизводства.

Подобным способом фондовый рынок испытывает на себе все негативные тенденции экономики, а так же является важным указателем макроэкономических действий. В связи с этим, первостепенным считается предоставление его экономической безопасности с целью достижения его конкурентоспособности на международном рынке. Но экономическая стабильность зависит от многих механизмов, применимые в той или иной стране для его урегулирования, особенно в период кризисной ситуации. Приведенные выше меры позволяют развивать национальный фондовый рынок и минимизировать отрицательное действие кризисных условий.

Появление автономности в области стандартов поведения и дальновидность планирования стратегий на фондовом рынке, осуществилось благодаря эволюции мирового рынка и взаимоотношения его участников с развитием биржевой деятельности и появлением новейших информационных технологий. Без сомнений, практическая значимость фондового рынка велика. Она во многом облегчает задачу привлечения внешнего финансирования и инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. Однако привлечение капитала через институт фондового рынка делает экономику более хрупкой, непредсказуемой и уязвимой к отключению источника такого финансирования. Зарождается тенденция ориентирования субъектов на более короткие проекты инвестиций в результате спекулятивного характера операций и незначительного горизонта инвестирования на фондовом рынке. Это объясняется непрозрачностью деятельности компаний эмитентов, низким уровнем качества их корпоративного управления, В ином случае, при перемене настроения игроков на фондовых площадках отток капитала может привести к прекращению, либо к резкому повышению цен текущего и последующего финансирования. Отсутствие нужного количества финансовых ресурсов в реальном секторе экономики, также нехватка возможности рефинансирования долгов, как следствие оттока капитала приведет к ухудшению экономики и следственному кризису. На этой почве усиливается

роль государственного урегулирования на пути развития рынка инвестиционных ресурсов.

Выводы по разделу 1

В данном исследовании представлен обзор международной и отечественной практики государственного регулирования фондового рынка. Рассмотрены специфические особенности государственного регулирования в условиях кризиса мировой экономики и нестабильности ее развития.

Главной спецификой модели регулирования на рынках США является распыленное регулирование с обозначением главного регулятора в банковском секторе. Функция регулирования осуществляется с помощью нескольких организаций, с функционированием института саморегулирования.

Регулятивная политика США концентрируется на механизмах пруденциального надзора, пытаясь переместить большую часть внебиржевого рынка торговли в русло биржевого рынка. Важным событием в области регулирования фондового рынка США стало принятие закона Додда-Франка. На основании данного закона произошли значительные перемены, такие как концентрация на защите прав потребителей, создание системы надзора и рисков, а так же повышение прозрачности рынка.

В Германии государственным регулятором выступает Федеральное ведомство (BaFin). Данная политика сконцентрирована на обеспечении эффективности финансового сектора, защиту прав банковских инвесторов и вкладчиков и платежеспособность их участников.

Франция представляет собой диверсифицированную систему, без определения главного регулятора. Ведомство (AMF) имеет статус независимого государственного учреждения, но по своей сути неформально играет глобальную роль на рынке ценных бумаг.

Россия построила политику мегарегулирования на базе Центрального Банка. В данной позиции построения мегарегулирования много было сомнений и потенциальных рисков, но, в конечном счете, Банк России является эмитентом облигаций, агентом по ценным бумагам Министерства Финансов, участником торговых операций, а так же является владельцем акций в крупнейшем госбанке и основной фондовой бирже.

В условиях мирового финансового кризиса, когда колебание цен реальных активов достигает своих экстремумов, от государственных регуляторов в большей степени требуется выработка стратегически верных решений в области управления. В данной ситуации успех регулятивной политики зависит от того, насколько государство было подготовленным при вхождении в кризисные условия. Дальновидность регулятора может устранить множество последствий и дополнительных расходов для установления устойчивости ситуации. Экономия на расходах позволит перенаправить денежные средства на первостепенные задачи экономики и рынка в условиях кризиса, тем самым повышая уровень эффективности данных решений. Экономические знания теорий и знания волнового движения капиталов не дают возможности избежать кризиса, но

благодаря верной оценке данной ситуации и правильная установка собственного места в волновой динамике циклов может помочь государственному регулятору заранее установить антикризисную программу и подготовиться к кризисной ситуации.

2 АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ ПРОБЛЕМ И МЕХАНИЗМОВ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РФ

2.1 Современные проблемы государственного регулирования фондового рынка

Одной из самых глобальных проблем является не понимание в полной мере участниками торгов всех потенциальных возможностей в заключении сделок. В то же время они практически не разбираются в вопросе видов имеющихся на фондовом рынке операций. Еще одной характерной чертой российских инвесторов является очень низкий уровень инвестиционной культуры, что замедляет рыночную капитализацию, чем она могла бы быть. В дополнение к незнанию участников рынка можно выделить отдельную группу проблем – законодательство, которое не отражает все положения и трудности повседневной работы трейдеров и инвесторов. Неоспорим тот факт, что законодательная база постоянно усовершенствуется, но необходимо искоренение факта спекулянтства на фондовой бирже, чтобы был результат [26].

Другим пунктом в этом списке является отсутствие возможностей управления финансовыми рисками. Европейские фондовые биржи отличаются тем, что у них на фондовом рынке присутствуют страховые компании, благодаря которым риски, связанные с такими операциями, сводятся к минимуму. Еще одним гарантом отсутствия риска является использование специального механизма для заключения сделок, который благодаря уровню образования народа с каждым годом становится все более организованным и устойчивым. Однако уровень образовательного потенциала российских инвесторов становится причиной возникновения несущих проблем развития на фондовом рынке. Не стоит принижать способности Российского фондового рынка, поскольку с каждым годом его роль в вопросе привлечения инвестиций становится все более весомой, но целый ряд нерешенных проблем продолжают препятствовать развитию инвестиционных процессов. Основной из них является отсутствие долговременной политики в отношении рынка ценных бумаг. Она позволяет превратиться в эффективные инвестиции [12]. В 2008 году первые шаги были предприняты, благодаря исследованиям, проведенным специалистами в области экономики и инвестиций, с привлечением иностранных консультантов. Итогом данного исследования стала модель дальнейшего развития фондового рынка РФ в ближайшей перспективе, благодаря которой объем капитализации рынка России в мировой экономике должен с 11 места переместиться на 4-е. Второй проблемой является ряд проблем собранных воедино – несправедливость ценообразования, отсутствие свободного доступа и процедуры защиты инвесторов на фондовом рынке. Все это проявляется в ущемлении крупными держателями акций прав более мелких инвесторов, в наличии высоких издержек при осуществлении купли-продажи акций, а также в наличии процедуры переоформления прав, несмотря на небольшой объем сделки неликвидных акций. Третий пункт в этом списке – отсутствие более-менее

долгой истории акционерных обществ, созданных во времена приватизации. Из-за чего большинство предприятий не могут похвастаться четко выработанной дивидендной политикой. Многими эмитентами проценты либо не выплачиваются вовсе, либо предельно малы, что приводит к потере привлекательности в глазах инвесторов. Акции приобретаются не в расчете на выплату хороших дивидендов, а в надежде на курсовой рост их стоимости. Поэтому сделки являются спекулятивными, а не инвестиционными. Регулярность выплаты дивидендов в купе с высоким дивидендным процентом могли бы вернуть акциям начальную привлекательность, а предприятия могли бы привлекать дополнительно средства путем выпуска новых пакетов акций.

Немаловажной ценностью в вопросе развития РФР является процент доверия к фондовому рынку. Бесценный опыт, полученный в развитых странах, определяет то, насколько устойчив фондовый рынок, вследствие чего, по многочисленным показателям зависит от реализации на рынке деятельности частных инвесторов. Действительность участия средних и мелких инвесторов обеспечивает возможность вложения ими своих сбережений в паевые и акционерные фонды. Однако если сравнить объемы вложений в подобные фонды в России и в развитых странах, то статистические данные утверждают, что наши граждане практически не доверяют существующим фондам, вследствие чего объем вложений предельно мал. Невелик и круг людей, которые инвестируют свои денежные средства в фондовый рынок. Обсуждение темы «Проблемы фондового рынка» может быть бесконечным, и те последствия, которые приведены выше лишь маленькая доля огромного списка, куда входят различные причины торможения развития фондового рынка. Если все-таки найти возможность решения проблем финансового рынка, то в итоге мы получим конкурентоспособный уровень фондового рынка.

В нынешних условиях ценные бумаги являются главнейшим механизмом работоспособности рыночной экономики. Ценная бумага является весьма специфическим товаром, приносящим выгоду не только эмитенту и держателю, но также в целом содействует благоприятному развитию экономики страны.

Главными задачами рынка ценных бумаг являются обеспечение межотраслевого перенаправления инвестиционных средств, привлечение инвестиций на российские предприятия и организация условий для активизирования накоплений и дальнейшего их инвестирования. В сформированной рыночной экономике ценные бумаги и их видовое многообразие играют немалую роль в привлечении незанятых денежных средств, для потребностей предприятий и государства [1].

Воздействие на рост экономики принадлежит дополнительным инвестициям, поэтому привлеченный капитал может обеспечить условия выхода России из экономического кризиса, осуществление структурных сдвигов в национальной экономике, внедрение «ноу-хау», улучшение деятельности на микроуровнях и макроуровнях.

В последнее время РЦБ становится важнейшим элементом перераспределения финансовых вливаний в экономику. Ему принадлежит особое место в системе

воспроизводственного процесса: с РЦБ происходит аккумуляция свободной денежной массы внутренних и внешних инвестиций и распределение их к хозяйствующим субъектам для модернизации и наращивания производственной базы. В нынешней экономике одним из главных эмитентов ценных бумаг становится государство в лице конкретных органов управления. В России рынок ценных бумаг возник за незначительный промежуток времени, поэтому он является достаточно специфичным. Российский фондовый рынок характеризуется маленькими объемами, не ликвидностью, неразвитостью материальной базы, технологий торговли, очень высокой степенью всех рисков и высокой степенью спекулятивного оборота. В настоящий момент, Российский рынок ценных бумаг предстает перед нами, как непредсказуемое явление, которое напрямую зависит от ожиданий иностранных портфельных инвесторов. Если оценивать в целом, то финансовый рынок нашей страны, к сожалению, не соответствует масштабам экономики, фактическому уровню инвестиций, как в финансовый, так и в реальный сектор [15]. Развитие экономики России находилось под влиянием введенных западными странами экономических санкций и снижения цен на нефть, внешнеторговых ограничений на импорт продовольственных товаров, девальвации национальной валюты, сокращения инвестиционной активности и снижения потребительского спроса на фоне растущей инфляции. По прогнозу роста ВВП на 2018 год будут незначительные улучшения. Максимальный показатель ВВП достигнет 1,7 %. Ранее по прогнозам ЦБ макроэкономического развития исходил из того, что в 2015 году ВВП РФ покажет нулевую динамику, в 2016 году вырастет на 0,1 %, в 2017 году – на 1,6 %.

Темпы роста мировой экономики в 2017 году ускорились до 2,7 % на фоне ослабления факторов, сдерживавших экономическую активность в развивающихся странах экспортерах сырья, при сохранении стабильного внутреннего спроса в развивающихся странах импортерах сырья, сообщает Всемирный банк. В 2016 году мировая экономика выросла на 2,3 %, продемонстрировав минимальные темпы подъема за посткризисный период. Прогноз на 2018 год ухудшен на 0,1 п. п. – до 2,9 %. В 2019 году, по оценкам Всемирного Банка, темпы роста мировой экономики сохранятся на уровне 2,9 %.

Global growth

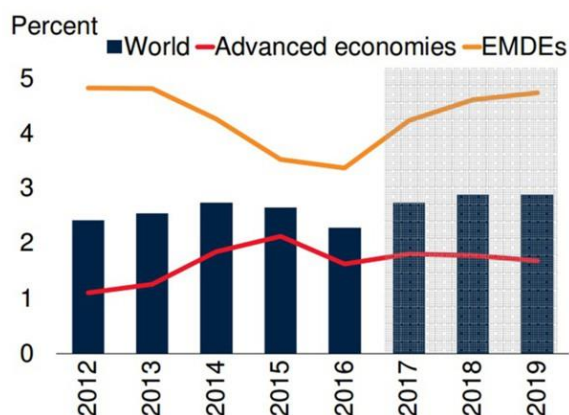


Рисунок 5 – Глобальный рост мировой экономики

Прогноз на 2017 год ухудшен как для развитых государств, так и для стран с развивающейся экономикой. Так, в развитых странах экономический рост, как ожидалось, составил 1,8 % в текущем году (июньский прогноз – 1,9 %), в странах с развивающейся экономикой – 4,2 % (июньский прогноз – 4,3 %). В 2018 году темпы роста составят 1,8 % и 4,6 % соответственно, прогнозируют во Всемирном Банке. По оценкам Всемирного Банка в прошлом 2016 году, экономический рост в развитых странах составил 1,6 %, в развивающихся – 3,4 %.

Фискальное стимулирование в ведущих странах, особенно в Соединенных Штатах, может повысить темпы экономического роста сверх прогнозируемых как на уровне стран, так и на глобальном уровне. Но, возможно, этому может препятствовать усиление протекционизма в торговле.

Прогноз омрачается наличием неопределенности в отношении политики в ведущих странах, сообщили эксперты. В условиях длительной неопределенности может затянуться период медленного роста инвестиций, сдерживающий экономический рост, в странах с низким, средним и высоким уровнями дохода. «После наблюдавшегося на протяжении ряда лет разочаровывающего роста мировой экономики, радует появление признаков улучшения экономических перспектив, - отметил президент Всемирного банка Джим Ён Ким. – Сейчас нужно воспользоваться этой динамикой и нарастить объемы инвестиций в инфраструктуру и человеческий капитал. Это крайне важно для ускорения устойчивого и инклюзивного экономического роста, необходимого для искоренения крайней бедности».

Всемирный банк не изменил прогнозы для России по сравнению с ноябрьским докладом об экономике РФ. После сокращения ВВП на 0,6 % в 2016 году и повышения на 1,5 % в 2017 году эксперты ожидают его роста на 1,7 % и 1,8 % соответственно в 2018–2019 годах.

По степени развития РЦБ можно судить о достижении устойчивого экономического роста, создании эффективной экономики, обеспечивающей высокий уровень социально-экономического развития. Это станет возможным только, в частности, при развитии масштабного рынка государственных ценных бумаг. Стабильное повышение котировок государственных ценных бумаг обязательно привлечёт в Россию дополнительные инвестиции. В условиях подверженности российского рынка ценных бумаг – влиянию внешних факторов профессиональным участникам фондового рынка необходимо пристальнее следить за развитием событий путем ежедневного и еженедельного анализа рынка. На основе вышеизложенных проблем современного российского фондового рынка возможны следующие решения: Во-первых, это несомненное усовершенствование системы регулирования и надзора по отношению к рынку ценных бумаг, возможно, путем разграничения регулирующих и контрольных функций между Банком России и иными государственными органами с целью снижения, а лучше исчезновения, рассмотренных в данной главе рисков. Во-вторых, развитие и обеспечение независимости саморегулируемых организаций. В-третьих, разработка более мобильных и гибких мер контроля, не загоняющих участников профессионального рынка в очень жесткие рамки,

поскольку они вынуждены работать в часто изменяющихся условиях с повышенным риском. В-четвертых, предполагается, что привлечение инвесторов на рынок долговых финансовых инструментов возможно путем разумного повышения доходности по ценным бумагам путем закладывания в процентную ставку растущих рисков. А также возможно привлечение инвесторов на фондовый рынок посредством усовершенствования российского законодательства, которое будет гарантировать безопасность инвестиций в различные отрасли экономики. Что касается привлечения иностранного капитала, то здесь необходимо ориентироваться на азиатских инвесторов, предоставляя для них необходимые условия инвестирования и безопасности, например, так же в плане выгодных процентных ставок, упрощения системы заключения сделок, предоставления гарантий. Решением проблемы излишней капитализации рынка акций является введение ограничений и еще более жесткого регламента для допуска эмитентов акций на фондовый рынок, ужесточение листинга. Например, высокий размер капитализации компании-эмитента в рамках требований определенной фондовой биржи или достаточно долгий срок существования компании-эмитента на рынке. Надо заметить, что выявленные проблемы, касающиеся отечественного рынка ценных бумаг, в большей степени зависят от несовершенства законодательной системы страны. Различные экономические и политические изменения, также отразились на рынке ценных бумаг. Но, несмотря на все эти проблемы, следует подчеркнуть, что это молодой, перспективный и динамичный рынок, который может и будет развиваться на фоне процессов в нашей экономике: большого выпуска ценных бумаг в связи с приватизацией государственных предприятий, быстрого создания новых коммерческих образований, привлекающих средства на акционерной основе и т.д. Таким образом, рынок ценных бумаг играет немало важную роль в перераспределении финансовых ресурсов государства, а также необходим для успешного развития рыночной экономики. Именно поэтому восстановление, развитие и регулирование фондового рынка становится все более, первоочередной задачей, стоящей перед правительством.

2.2 Механизмы государственного регулирования эмиссии и обращения ценных бумаг

Процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг, условия их размещения и обращения регулируются федеральными законами или в порядке, ими установленном. Запрещается производить эмиссию ценных бумаг, производных по отношению к эмиссионным ценным бумагам, итоги выпуска которых не прошли регистрацию. Для регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг эмитент обязан представить в регистрирующий орган следующие документы:

- 1) заявление на регистрацию;
- 2) решение о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 3) проспект эмиссии (если регистрация выпуска ценных бумаг сопровождается регистрацией проспекта эмиссии);

- 4) копии учредительных документов (при эмиссии акций для создания акционерного общества);
- 5) документы, подтверждающие разрешение уполномоченного органа исполнительной власти на осуществление выпуска эмиссионных ценных бумаг (в случаях, когда необходимость такого разрешения установлена законодательством Российской Федерации).

Эмитент и должностные лица органов управления эмитента, на которые уставом и внутренними документами эмитента возложена обязанность, нести ответственность, за полноту и достоверность информации, содержащейся в указанных документах, за исполнение по данным обязательствам в соответствии с законодательством Российской Федерации. При регистрации выпуска эмиссионных ценных бумаг этому выпуску присваивается государственный регистрационный номер. Порядок присвоения государственного регистрационного номера устанавливается регистрирующим органом. Регистрирующий орган обязан зарегистрировать выпуск эмиссионных ценных бумаг или принять мотивированное решение об отказе в регистрации не позднее чем через 30 дней с даты получения документов, указанных в настоящей статье. Перечень регистрирующих органов на территории Российской Федерации устанавливается Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг. Проспект эмиссии должен содержать:

- 1) данные об эмитенте;
- 2) данные о финансовом положении эмитента. Эти сведения не указываются в проспекте эмиссии при создании акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридических лиц иной организационно-правовой формы;
- 3) сведения о предстоящем выпуске эмиссионных ценных бумаг.

Данные об эмитенте включают:

- 1) полное и сокращенное наименование эмитента или имени и наименования учредителей;
- 2) юридический адрес эмитента;
- 3) номер и дату свидетельства о государственной регистрации в качестве юридического лица;
- 4) информацию о лицах, владеющих не менее чем 5 процентами уставного капитала эмитента;
- 5) структуру руководящих органов эмитента, указанную в его учредительных документах, в том числе список всех членов Совета директоров, правления или органов управления эмитента, выполняющих аналогичные функции на момент принятия решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг, с указанием фамилии, имени, отчества, всех должностей каждого его члена в настоящее время и за последние пять лет, а также долей в уставном капитале эмитента тех из них, кто лично является его участником;
- б) список всех юридических лиц, в которых эмитент обладает более чем 5 процентами уставного капитала;

7) список всех филиалов и представительств эмитента, содержащий их полные наименования, дату и место регистрации, юридические адреса, фамилии, имена, отчества их руководителей.

Сведения, содержащиеся в пунктах «4»–«7» части второй настоящей статьи, не указываются в проспекте эмиссии при выпуске акций в процессе создания акционерного общества, за исключением случаев преобразования в него юридического лица иной организационно-правовой формы [8].

Данные о финансовом положении эмитента включают:

- 1) бухгалтерские балансы (для эмитентов, являющихся банками, бухгалтерские балансы по счетам второго порядка) и отчеты о финансовых результатах деятельности эмитента, включая отчет об использовании прибыли, по установленным формам за последние три завершённых финансовых года либо за каждый завершённый финансовый год с момента образования, если этот срок менее трех лет;
- 2) бухгалтерский баланс эмитента (а для эмитентов, являющихся банками, бухгалтерский баланс по счетам второго порядка) по состоянию на конец последнего квартала перед принятием решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 3) отчет о формировании и об использовании средств резервного фонда за последние три года;
- 4) размер просроченной задолженности эмитента кредиторам и по платежам в соответствующий бюджет на дату принятия решения о выпуске эмиссионных ценных бумаг;
- 5) данные об уставном капитале эмитента (величина уставного капитала, количество ценных бумаг и их номинальная стоимость, владельцы ценных бумаг, доля которых в уставном капитале превышает установленные антимонопольным законодательством Российской Федерации нормативы);
- 6) отчет о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг эмитента, включающий в себя виды выпущенных эмиссионных ценных бумаг, номер и дату государственной регистрации, название регистрирующего органа, объем выпуска, количество выпущенных эмиссионных ценных бумаг, условия выплаты доходов, другие права владельцев [20].

Сведения о предстоящем выпуске ценных бумаг содержат информацию:

- 1) о ценных бумагах (форма и вид ценных бумаг с указанием порядка хранения и учета прав на ценные бумаги), об общем объеме выпуска, о количестве эмиссионных ценных бумаг в выпуске;
- 2) об эмиссии ценных бумаг (дата принятия решения о выпуске, наименование органа, принявшего решение о выпуске, ограничения на потенциальных владельцев, место, где потенциальные владельцы могут приобрести эмиссионные ценные бумаги; при хранении сертификатов эмиссионных ценных бумаг и/или учете прав на эмиссионные ценные бумаги в депозитарии – наименование и юридический адрес депозитария);
- 3) о сроках начала и окончания размещения эмиссионных ценных бумаг;

- 4) о ценах и порядке оплаты приобретаемых владельцами эмиссионных ценных бумаг;
- 5) о профессиональных участниках рынка ценных бумаг или об их объединениях, которых предполагается привлечь к участию в размещении выпуска ценных бумаг на момент регистрации проспекта эмиссии (наименование, юридический адрес, функция, выполняемая при размещении ценных бумаг);
- 6) о получении доходов по эмиссионным ценным бумагам (порядок выплаты доходов по эмиссионным ценным бумагам и методика определения размера доходов);
- 7) о наименовании органа, осуществившего регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг [9].

2.3 Анализ деятельности российских саморегулируемых организаций в системе регулирования фондового рынка.

В 2017 году индекс ММВБ устанавливает исторический максимум закрытия в 2266.05 пункта 27 января и 15 июня падает на 20 % до 1822.91 пункта. Интенсивный рост индекса ММВБ начался 8 ноября 2016 года после победы Дональда Трампа на выборах президента США. Участники рынка ожидали, что Дональд Трамп отменит анти российские санкции и будет в целом менее критичен по отношению к России. Рост продолжался впредь до инаугурации президента США 25 января, после чего последовало разочарование новым президентом, и российский фондовый индекс ММВБ устремился вниз.



Рисунок 6 – Динамика индекса ММВБ [46]

Отрицательным фактом для индекса ММВБ стало и то, что ряд государственных компаний отказался направлять 50 % чистой прибыли по МСФО на дивиденды, несмотря на предписание Правительства РФ. В числе компаний

оказались такие крупные как ПАО «Газпром», ПАО «ФСК ЕЭС», ПАО «Транснефть» и другие. Несмотря на это, в 2017 году российские компании, торгующиеся на Московской бирже, могут направить рекордные 1,5 трлн. руб. на дивиденды, основная часть выплат которых придется на июль-август. Интересно отметить, что с момента инаугурации Трампа президентом США рубль показывает низкую положительную корреляцию с индексом ММВБ в 0,36 и низкую отрицательную корреляцию с нефтью марки Brent в -0,3. Однако это не значит, что российская валюта теперь не рассматривается как сырьевая. Частично рас корреляция объясняется целым рядом неэкономических событий, по большей степени, политических, в том числе связанных с Трампом. Другим важным компонентом нестандартной динамики являются активные операции carry-trade (в основе которого лежит то обстоятельство, что в разных государствах действуют разные процентные ставки относительно средств, в данных национальных валютах) со стороны зарубежных инвесторов. Иностранцы участники рынка воспользовались случаем высокой доходности по российским ОФЗ. По мере снижения спреда между ключевой ставкой ЦБ РФ и процентной ставкой ФРС США активность операций carry-trade будет уменьшаться, а корреляция индекса ММВБ и пары доллар/рубль, а также нефти и рубля – увеличиваться.



Рисунок 7 – Динамика ММВБ и пары доллар/рубль [45]

После столь существенного изменения индекса ММВБ в I полугодии 2017 года, которая стала самой большой с 2011 года, сильны пессимистические настроения. Однако моменты существенной просадки активов являются лучшими точками входа, пока участники рынка пытаются набраться смелости открывать

длинные позиции. Драйвером роста индекса ММВБ может выступить продолжение снижения ключевой ставки ЦБ РФ, что приведет к уменьшению ставок по депозитам. Инвесторы будут искать более привлекательные источники приложения капитала, в связи с чем, возрастет интерес, в первую очередь, к облигациям и дивидендным акциям. Несмотря на то, что в июне 2017 года годовая инфляция неожиданно подскочила до 4,4 % с 4,1 % месяцем ранее при целевых 4 % по итогам года, у регулятора остается пространство для дальнейшего снижения ключевой ставки, поскольку спред между ключевой ставкой и инфляцией составляет 4,6 п.п. при оптимальных 2,5–3 п.п. Центробанк, не ожидая дальнейшего ускорения инфляции, прогнозирует даже дефляцию в июле–августе [17].

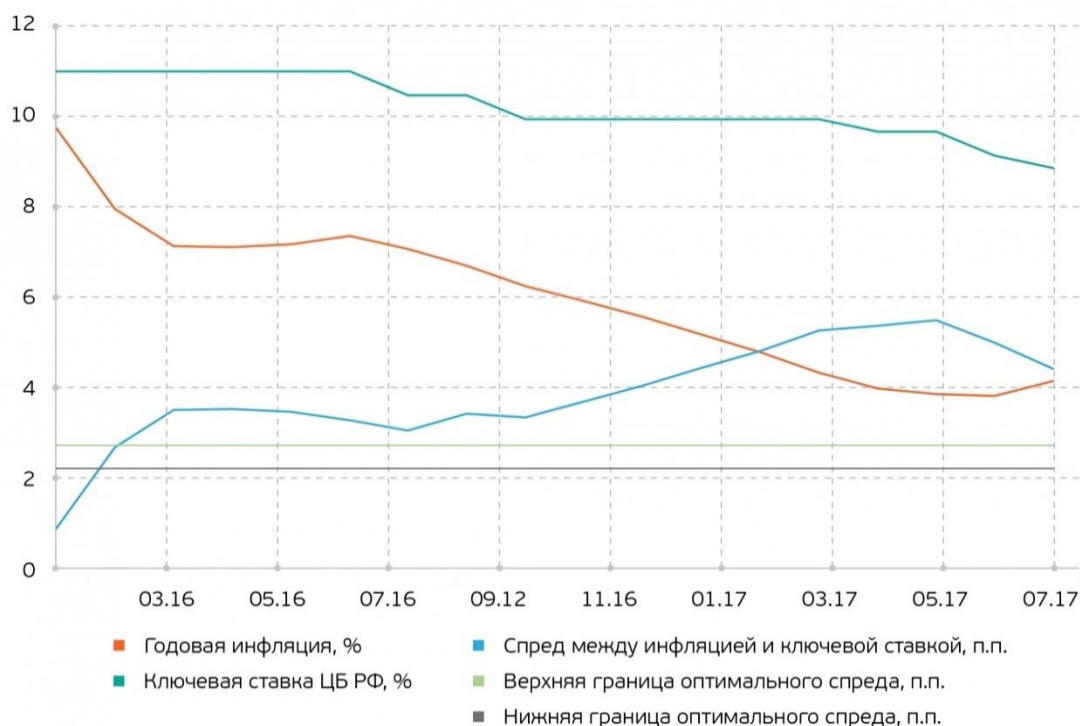


Рисунок 8 – Годовая инфляция в РФ и ключевая ставка ЦБ РФ, 2016 – 2017 гг. [30]

Другим драйвером роста может выступить ослабление отечественной валюты. Поскольку Российская экономика в значительной степени является одновременно сырьевой и экспорт ориентированной, ослабление рубля приведет к дополнительной рублевой выручке экспортеров. Минэкономразвития РФ прогнозирует по итогам года 68 руб. за доллар. При этом прогноз QBF на 2017 год по паре USD/RUB составляет 63 руб. за доллар. Немаловажным фактором может выступить рост ВВП России. По итогам года прогнозируется расширение отечественной экономики на 1,3-2 % г/г. Уже по итогам апреля темпы роста ВВП РФ составили 1,7 % г/г, а в мае – неожиданно подскочили до 3,1 % г/г. Идеальную точку входа достаточно сложно подгадать. К концу июля 2017 года ожидается, что индекс ММВБ немного просядет после отсечек под выплату дивидендов у

целого ряда компаний 17–18 июля, занимающих в совокупности около 24 % индекса ММВБ. Дивидендная доходность по данным компаниям составит в среднем 9 %. Большая часть дивидендов придет инвесторам в августе. Учитывая то, что сумма дивидендных выплат составит рекордные 1,5 трлн. руб., а доходность по депозитам падает, то одним из вероятных действий инвесторов будет реинвестирование дивидендов, что будет толкать котировки акций вверх. Таким образом, текущая ситуация может быть хорошей точкой входа в российские акции по привлекательной цене. Российский долговой рынок также отмечается привлекательностью: снижение ключевой ставки ЦБ РФ увеличивает стоимость облигаций. С учетом наличия пространства для снижения ключевой ставки, у инвесторов имеется хорошая возможность для входа в российские облигации. Несмотря на наличие драйверов для роста российского фондового рынка, необходимо принимать во внимание риски, связанные с осуществлением инвестиций в российскую экономику. Среди них, прежде всего, выделяются политические риски, связанные с напряженными отношениями с Западом, а также давление с помощью санкций. Наличие данных рисков, которые могут вылиться в так называемые «черные лебеди», не позволяет в полной мере раскрыться отечественному фондовому рынку, который является одним из самых недооцененных в мире по мультипликаторам.

В сентябре 2017 года объем торгов на Московской Бирже (МБ) составил 80,4 трлн. рублей (рост на 7,8 % к сентябрю 2016 года, но ниже уровня августа 2017 года – 87,2 трлн. рублей). Значительно вырос объем операций «Репо» с центральным контрагентом с КСУ (в 29,6 раза). В значительной степени это объясняется допуском нефинансовых организаций (корпораций) на денежный рынок с августа 2017 года. Объем торгов в режиме «Репо» с центральным контрагентом (ЦК) составил 21,2 трлн рублей. В целом произошла нормализация ситуации на рынке «Репо» по сравнению с августом и началом сентября 2017 года (рисунок 9).



Рисунок 9 – РЕПО по фиксированной ставке [43]

Снизилась объемы торгов на облигационном и валютном рынках. Также, по сравнению с августом 2017 года, снизился торги на рынке агрономной продукции. Снизился и среднесуточный объем торгов на рынке облигаций, на валютном рынке (таблица 1).

Объем торгов на фондовом рынке составил 2063,3 млрд. рублей (2073,4 млрд. рублей в сентябре 2016 года, 2452,7 млрд. рублей в августе 2017г., 2019,9 млрд. рублей в июле 2017 г., это без учета однодневных облигаций). Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 767,4 млрд. рублей по сравнению с 808,8 млрд. рублей в августе 2017года и 710,2 млрд. рублей в сентябре 2016 года (рост к 2016 г. – 8,1 %). Объем торгов корпоративными, региональными и государственными облигациями на МБ составил 1295,9 млрд. рублей (1363,2 млрд. рублей в сентябре 2016 года, 1643,9 в августе 2017 года).

Таблица 1 – Среднесуточный объем торгов акциями, депозитарными расписками, паями, облигациями в 2017–2016 гг.

| Месяцы | в млрд. рублей | | | | | |
|--------------------------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|------------------|
| | Сентябрь 2017г. | Август 2017 г. | Июль 2017г. | Июнь 2017г. | Май 2017 г. | Сентябрь 2016 г. |
| На рынке акций, расписок, паев | 36,5 | 35,2 | 34,0 | 42,0 | 36,8 | 32,3 |
| На рынке облигаций | 61,7 | 71,5 | 62,2 | 71,7 | 97,7 | 62,0 |
| На валютном рынке | 1259,5 | 1322,1 | 1277,7 | 1471,9 | 1466 | 1253,3 |

Объем торгов производными финансовыми инструментами на МБ в сентябре 2017 года сохранился на уровне августа – 7,3 трлн. рублей (9,7 трлн. рублей в сентябре 2016 года). Объем торгов опционными контрактами вырос по сравнению с 2016г на 21,8 % и составил 581,6 млрд. рублей. Объем открытых позиций на срочном рынке на конец месяца достиг 703,7 млрд. рублей (649,2 млрд. рублей в сентябре 2016 года). Объем торгов на валютном рынке несколько снизился и составил 26,4 трлн. рублей (27,6 трлн. рублей в сентябре 2016 года, 30,4 трлн. рублей в августе 2017 года).

Объем торгов на валютном рынке в долларовом эквиваленте составил 458,2 млрд. долларов. Август и начало сентября 2017 года характеризовались повышенным спросом на денежную ликвидность. Задолженность банковского сектора перед Центральным Банком в августе и в первых числах сентября резко выросла (Рисунок 10). Совокупная задолженность кредитных организаций по операциям РЕПО перед Банком России в августе 2017 г. возросла с 396,1 млрд. руб. (1 августа 2017 г.) до 785,2 млрд. руб. (31 августа 2017 г.). Совокупная задолженность кредитных организаций по операциям РЕПО перед Банком России на конец сентября 2017 г. снизилась до 37,9 млрд. руб. (29 сентября 2017 г., снижение более чем 600 млрд. рублей). Задолженность по кредитам под залог активов и поручительства снизилась на 100 млрд. рублей.

Конец квартала охарактеризовался ростом спроса на валютные свопы (ростом спроса на доллары) и процентные ставки по долларовой части свопов возросли.

На фоне укрепления рубля и снижения ключевой ставки ЦБ РФ рынок акций российских компаний в сентябре демонстрировал положительную динамику.

Индекс ММВБ был более стабилен в росте, чем долларový индекс РТС (рисунок 11). По итогам месяца рост индексов составил: ММВБ – на 3.29 %, РТС – на 3.29 %.



Рисунок 10 – Совокупная задолженность кредитных организаций перед Банком России по операциям РЕПО [28]

Во второй день месяца (04.09.2017 года) индексы ММВБ и РТС продемонстрировали месячные минимумы на отметках 2003,32 б.п. и 1091,83 б.п., соответственно. В целом за месяц наблюдается рост: базисные темпы дневного прироста индексов ММВБ и РТС, в среднем за сентябрь составили 1,77 % и 1,61 %, соответственно. К концу месяца индексы ММВБ и РТС достигли своих максимальных значений (2081,12 б.п. и 1136,75 б.п., соответственно).

Положительную доходность за сентябрь показали следующие отраслевые индексы (Рисунок 12): телекоммуникации (7,3 %), инновации (6,31 %), нефть и газ (5,69 %), банки и финансы (3,3 %), машиностроение (3,12 %), потребительские товары и торговля (2,27 %), транспорт (1,55 %), металлы и добыча (0,03 %).

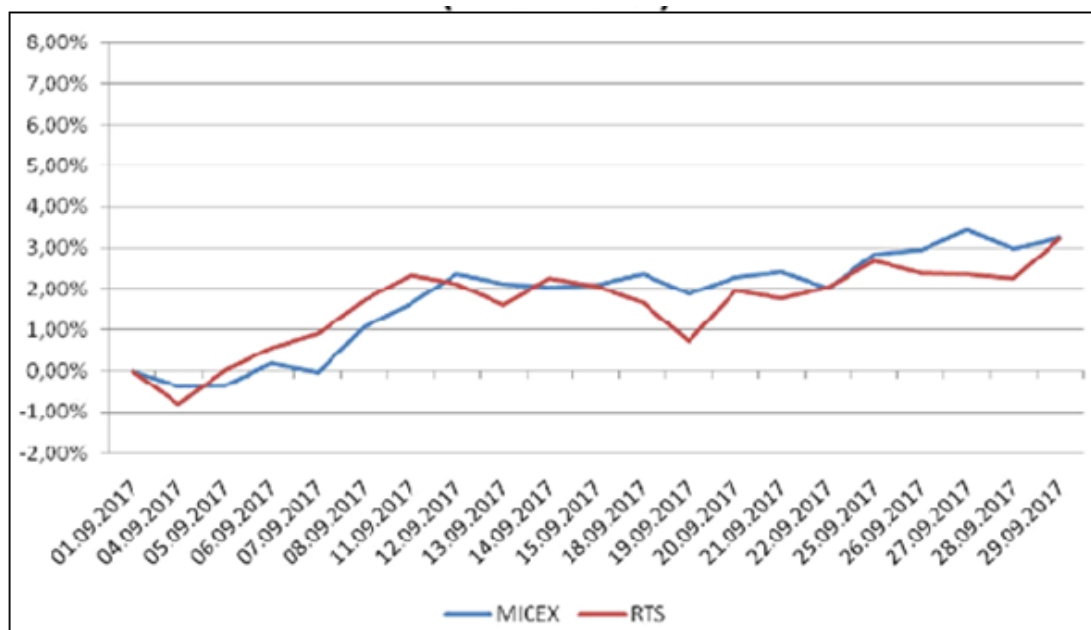


Рисунок 11 – Базисные темпы прироста индексов ММВБ и РТС (к 01.09.2017 году). Динамика двух российских индексов акций в сентябре 2017 года [30]

Динамика лучше рынка была продемонстрирована такими отраслевыми индексами, как нефть и газ, банки и финансы, телекоммуникации, инновации.

Негативную доходность за месяц продемонстрировали индексы: электроэнергетика (-1,49 %), химическое производство (-1,32 %).

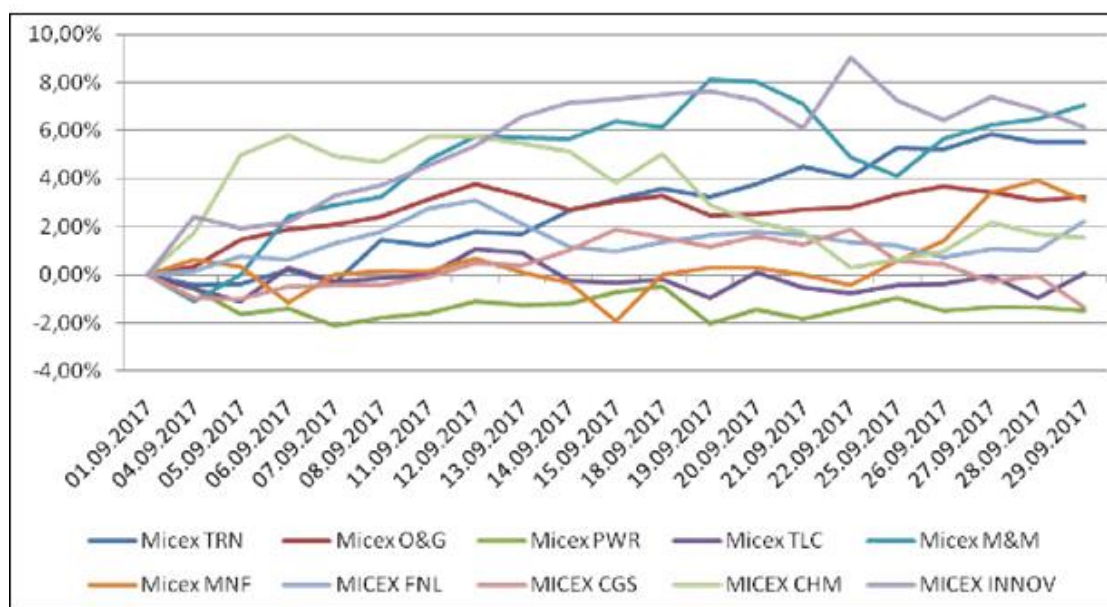


Рисунок 12 – Базисные темпы прироста отраслевых индексов ММВБ (к 01.09.2017). Динамика отраслевых индексов фондового рынка РФ в сентябре 2017 года

На рынке федеральных облигаций, в сентябре 2017 г. Минфином России было проведено 8 аукционов по размещению ценных бумаг общей номинальной

стоимостью 145,0 млрд. руб. (в августе 2017 г. – 190,6 млрд. руб.). В результате чего было выручено 148,8 млрд. руб. Средневзвешенная доходность в сентябре 2017 г. составила 7,86 %, тогда как в августе 2017 г. – 8,1 %. Срок размещения в сентябре 2017 г. варьировался от 973 до 5677 дней, средневзвешенный срок – 2790 дней. Структура федерального внутреннего долга РФ, выраженного в ценных бумагах (таблица 2).

Таблица 2 – Структура федерального внутреннего долга РФ, выраженного в ценных бумагах, млрд. руб. по номиналу

| ГЦБ | По состоянию на 01.09.2017 |
|---------|----------------------------|
| ОФЗ-ПК | 1919,30 |
| ОФЗ-ПД | 3794,14 |
| ОФЗ-АД | 540,86 |
| ГСО-ППС | 245,55 |
| ГСО-ФПС | 132,00 |
| ОВОЗ | 90,00 |
| ОФЗ-ИН | 168,49 |
| ОФЗ-н | 29,08 |
| Итого | 6919,42 |

Источник: Министерство финансов РФ [44]

Среднемесячные ставки:

- 1) краткосрочные ОФЗ (срок до погашения – 1-3 года);
- 2) среднесрочные ОФЗ (3-5 лет);
- 3) долгосрочные ОФЗ (свыше 5 лет).

В сентябре 2017 года, данные по среднемесячным ставкам были значительно ниже, чем уровни августа 2017 г.

Так, ставка по краткосрочным ОФЗ в сентябре составила 7,62 %, в августе – 7,86 %, по среднесрочным ОФЗ в сентябре – 7,64 %, в августе – 7,92 %, по долгосрочным ОФЗ в сентябре – 7,43 %, в августе – 7,61 % (по данным Cbonds, индекс Cbonds-GBI RU, рисунок 13).



Рисунок 13 – Доходность по ОФЗ (индекс Cbonds-GBI RU) [52]

Пятилетний CDS спред по госбумагам России снизился до минимального уровня с начала 2013 года – 131 базисный пункт. В январе-сентябре 2017 г. аукционы РЕПО со сроком 7 дней и более не проводились. Фиксированная ставка по операциям РЕПО с 1 января по 24 марта 2017 г. составляла 11 %, с 27 марта по 1 мая 2017 г. – 10,75 %, с 2 мая по 18 июня 2017 г. – 10,25 %, 19 июня по 17 сентября 2017 г. – 10 %, с 18 сентября 2017 г. – 9,5 %. Среднедневной объем операций в сентябре 2017 г. – 363 млрд. руб. (в августе 2017 г. – 638 млрд. руб.).

2.4 Недостатки фондового рынка России

В Российском фондовом рынке, как и в любом другом фондовом рынке, присутствует ряд недостатков. В первую очередь, проблематика фондового рынка России заключается в его относительной молодости. В то же время, нельзя говорить о том, что российский фондовый рынок – статичен, его постоянное развитие и отдельные элементы совершенствования не остаются незамеченными.

Тем не менее, особых вершин этот рынок ещё не достиг. Зарубежные инвесторы и финансовые аналитики не относят российский фондовый рынок к одной из самых перспективных площадок.

Сдерживающим фактором отечественного фондового рынка выступает наличие высоких рисков, сущность и природа которых исходит из нестабильности российской экономики. Несмотря на имеющиеся недостатки российского фондового рынка, сегодня он по праву находится в тройке наиболее динамичных в плане развития мировых торговых площадок[13].

В целом, обобщающе можно выделить следующие недостатки, характерные для российского фондового рынка.

1. Низкий уровень развития отдельных сегментов рынка:

- 1) высокий уровень волатильности;
- 2) наличие повышенных рисков;
- 3) посредническая олигополия;
- 4) концентрация собственности в контрольных пакетах;
- 5) несовершенство законодательного регулирования отрасли;
- 6) отсутствие заинтересованности в рынке у населения.

2. Обилие мошенников. Этот недостаток фондового рынка повторяет аналогичный недостаток рынка недвижимости. Если сами биржевые активы (а, тем более, их диверсифицированные портфели) весьма надежны, то узким местом отрасли является посредник, который выводит клиента на биржу. Через него проходят крупные капиталы, и есть высокий соблазн присвоить эти деньги. Тем не менее, как и на рынке недвижимости, на фондовом рынке существуют проверенные методы обеспечения сохранности средств. Все крупные онлайн-брокеры имеют лицензии авторитетных мировых финансовых регуляторов. При этом даже единичные случаи невыплаты клиенту денег получают широкую огласку в интернете [16].

3. Умеренно сложный вход в бизнес. Еще один общий недостаток современного фондового рынка с рынком недвижимости – это необходимость

относительно высокого стартового капитала. Но все же на фондовом рынке ситуация обстоит мягче. Для начала торговли на рынке недвижимости требуется капитал более миллиона рублей. Причина тому в высокой стоимости самого актива. Для начала торговли на бирже через наиболее надежных онлайн-брокеров требуется капитал в несколько тысяч долларов или евро. Сами по себе отдельные акции дешевы, да и комиссии у онлайн-брокеров радикально ниже, чем у риелторских агентств. Но онлайн-брокер – это компания со сложной высокотехнологичной инфраструктурой (обычно разбросанной по разным странам). И единственный для него способ быстро окупить изначальные капиталовложения – это получать комиссии с клиентских сделок. Тысячи долларов, которые клиент вносит на счет – это не оплата услуг брокера, а собственные деньги клиента. Он может с помощью них приобретать активы. Брокеру же из них в виде комиссий достаются лишь доли процента. Именно по этой причине большинство фондовых брокеров работают с капиталами от 10 тысяч долларов. Если брокер предлагает клиентам начинать с депозита в несколько сотен долларов, то следует задуматься о мошенничестве, либо данный брокер зарабатывает на сопутствующих услугах по обучению торговле или управлению активами.

4. Обесценивание ценных бумаг. В теории любая бумага может падать в цене, в случае чего биржевой торговец рискует стать банкротом.

5. Проведение торгов на рынке длится порядка 8 часов в рабочие дни. Например, в нерабочее время для биржевого торговца создаются благоприятные условия для оценивания ситуации и выхода на рынок в последующий день. Однако в нерабочее время может образоваться интервал между ценами, вследствие чего биржевик не сможет вести торги по предполагаемой цене.

6. Разница во времени. Торговцы на бирже могут торговать лишь в ее рабочее время. Поэтому нередки случаи, когда рынок может работать в ночные часы по местному времени трейдера, что, несомненно, может вызвать затруднения.

7. Небольшое кредитное плечо. Рынок предоставляет кредитное плечо от 1:1 до 1:3, что в некоторой мере снижает возможности биржевых торговцев с небольшим счетом.

8. Автоматическая уплата налогов. Брокер является налоговым агентом;

9. Нахождение фондовых площадок России в условиях стагнации рынка акций с учетом падения котировок на нефтяном рынке, оттоком как иностранных, так и отечественных инвестиций, с учетом отсутствия стабильности в динамике восстановления курса рубля и других, важных для экономики условий.

10. Невозможность торговать ценными бумагами других стран, например, США. Таким образом, для долгосрочного инвестора фондовый рынок – один из оптимальных способов инвестирования в ценные бумаги. Для активных спекулянтов более широкие возможности открывает «Срочный рынок».

Фондовый рынок по-прежнему остается для россиян экзотикой. Но он таит в себе огромные возможности. Продуманное вложение в акции или фонды может легко обеспечить инвестору доходность, сравнимую с доходностью хорошей недвижимости, а то и гораздо выше. Два существенных недостатка фондового

рынка как области инвестирования – это распространенность мошенничества и необходимость заметного стартового капитала [17]. При этом у фондового рынка отсутствуют главные недостатки рынка недвижимости: инвестор может по выбору обеспечить себе полностью пассивный доход или вести агрессивную игру, актив чрезвычайно ликвиден, не привязанный к определенному месту и многое другое.

Выводы по разделу 2

В данном разделе были выявлены особенности, проблемы и недостатки государственного регулирования фондового рынка в современной России.

Спекулятивные операции и малое количество инвестирования на фондовом рынке, объяснимые непрозрачностью деятельности компаний эмитентов, а также низким качеством корпоративного управления, порождают тенденцию создания более коротких инвестиционных проектов.

Отсутствие должных финансовых ресурсов, а также возможности рефинансирования собственных долгов приводит к оттоку капитала, спаду в экономике и последующему кризису. В связи с этим усиливается роль государственного регулирования.

Одной из самых глобальных проблем является не понимание в полной мере участниками торгов всех потенциальных возможностей в заключении сделок. В то же время они практически не разбираются в вопросе видов имеющихся на фондовом рынке операций. Еще одной характерной чертой российских инвесторов является очень низкий уровень инвестиционной культуры, что замедляет рыночную капитализацию, чем она могла бы быть. В дополнение к незнанию участников рынка можно выделить отдельную группу проблем - законодательство, которое не отражает все положения и трудности повседневной работы трейдеров и инвесторов.

Европейские фондовые биржи отличаются тем, что у них на фондовом рынке присутствуют страховые компании, благодаря которым риски, связанные с такими операциями, сводятся к минимуму.

Отсутствие свободного доступа и процедуры защиты инвесторов на фондовом рынке, ущемление крупными держателями акций прав более мелких инвесторов, наличие высоких издержек при осуществлении купли-продажи акций, а также процедуры переоформления прав, несмотря на небольшой объем сделки неликвидных акций.

По степени развития РЦБ можно судить о достижении устойчивого экономического роста, создании эффективной экономики, обеспечивающей высокий уровень социально-экономического развития. Это станет возможным только, в частности, при развитии масштабного рынка государственных ценных бумаг. Стабильное повышение котировок государственных ценных бумаг обязательно привлечёт в Россию дополнительные инвестиции. В условиях подверженности российского рынка ценных бумаг – влиянию внешних факторов профессиональным участникам фондового рынка необходимо пристальнее

следить за развитием событий путем ежедневного и еженедельного анализа рынка.

Текущая ситуация может быть хорошей точкой входа в российские акции по привлекательной цене. Российский долговой рынок также отмечается привлекательностью: снижение ключевой ставки ЦБ РФ увеличивает стоимость облигаций. С учетом наличия пространства для снижения ключевой ставки, у инвесторов имеется хорошая возможность для входа в российские облигации. Несмотря на наличие драйверов для роста российского фондового рынка, необходимо принимать во внимание риски, связанные с осуществлением инвестиций в российскую экономику. Среди них, прежде всего, выделяются политические риски, связанные с напряженными отношениями с Западом, а также давление с помощью санкций.

3 ПУТИ ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РФ

3.1 Пути повышения эффективности государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций

Глобализация в мировой экономике, в последнее время, является наиболее важным аспектом изучения, ее прогрессирующие темпы проявляются в трансграничном движении капитала. Возникает взаимосвязь зависимостей между услугами и ценами на определенные группы товаров. В данной ситуации образцом по ценообразованию активов выступают фондовые площадки развитых стран. При этом существуют менее развитые механизмы ценообразования, либо действуют в рамках определенных временных интервалов, благодаря чему возникает почва для существования спекулятивных и арбитражных сделок. На сегодняшний день фондовый рынок России высоко скоррелирован с зарубежными площадками по многочисленным позициям, поэтому возникают существенные провалы в регулировании отдельных отраслей экономики. Низкая волатильность присуща только стабильным отраслям экономики, таким как производство продуктов питания. Высокий уровень волатильности в отраслях инноваций и высоких технологий, приводит к повышению ставок привлечения ресурсов, тем самым тормозит ее развитие. Поэтому так важно предусматривать планы по регулированию волатильности на национальном фондовом рынке при разработке программ по стимулированию отраслей экономики. В настоящее время, большая часть информации с торговых площадок, озвучивается на телевидении и в прессе, тем самым формируется поверхностное представление о рынке, а не то, что происходит на самом деле. При этом требуется дополнительный анализ и систематизация конкретных данных для понимания работы механизмов государственного управления рынком ценных бумаг, а также для установления государственного воздействия на рынок, посредством установления определенных нормативов и процентных ставок. Данный параграф посвящен анализу и рассмотрению наиболее значимых действий государства, а также механизмы воздействия управляющих органов на фондовый рынок.

За все время осуществления деятельности российского рынка акций выделяют наиболее значимые события, в которых государство производило вливание денежных средств, влияя непосредственно на ценообразование и уровень капитализации компаний.

В качестве примера рассмотрим интервенции, проводимые на российском рынке акций, за последний 2017 год.

С февраля 2017 года Министерство финансов России осуществляло интервенции на внутреннем валютном рынке. ЦБ и Министерства финансов – монетарные власти, основные ведомства, воздействующие на денежный рынок. За стабильность национальной валюты по закону отвечает Банк России, однако Центральный Банк самоустранился от данной функции, отпустил рубль в свободное плавание и перешел к политике инфляционного таргетирования. После того, как ЦБ отказывается от интервенций, Министерство финансов принимает

попытки управления рублем, посредством интервенций. Данный факт говорит о диссонансе, а также рассогласовании в политике монетарных властей. При оценке влияния интервенций Министерства финансов на курс рубля наводит некоторых аналитиков на то, что эффект будет предельно мал, так как размер интервенций существенно уступает размеру оборота валюты на Московской бирже, составляющего около 100 млрд. долларов в месяц. Данная тенденция неправильная, поскольку этот оборот включает в себя колоссальное количество компенсирующих друг друга сделок, когда валюта «гоняется» по кругу. Другой эффект возникает при возникновении на рынке покупателя, который стабильно приобретает крупные объемы. В данном случае, на курс воздействует не оборот, а нетто-эффект.

Итак, в данных условиях Министерство финансов может приобретать примерно 1 млрд. долларов в месяц. С точки зрения влияния на курс рубля такая покупка равносильна сокращению экспорта нефти и газа на данную сумму. При цене нефти сорта Brent 55 долларов за баррель – это сокращение эквивалентно снижению цены на 10 %, или 5,5 доллара за баррель. Снижение цены нефти на доллар ведет в среднем к снижению курса рубля на 90 копеек, следовательно, при снижении цены нефти на 5,5 доллара курс рубля может снизиться на 5 рублей. Например, с нынешнего курса 58 рублей за доллар до 63 рублей. Из этого следует, что в данном случае эффект вполне чувствительный. Данная девальвация может произойти при условии отсутствия компенсирующих факторов, в первую очередь со стороны нефтяного рынка. Если цена нефти вырастет, то ослабление рубля будет компенсировано. Кроме того, ожидания отмены антироссийских санкций со стороны США могут вызвать прирост иностранных инвестиций в экономику России, что также компенсирует ослабление рубля.

В данной ситуации возникает вопрос «за чей счет банкет?» Особенно в условиях дефицита бюджета. Дефицит федерального бюджета РФ в 2016 году, по предварительной оценке Министерства финансов, составил 3,5 % ВВП, или 3 трлн. рублей. Казалось бы, парадокс: денег нет даже на необходимое, более 20 млн. россиян за чертой бедности, но Министерство финансов собирается тратить ежемесячно сумму, эквивалентную 1 млрд. долларов, на покупку валюты. Как сказал финансово неграмотный дядя Федор, «чтобы купить что-нибудь ненужное, нужно продать что-нибудь ненужное, а у нас денег нет». Но если бы дядя Федор стал министром финансов, он мигом бы сообразил, что можно напечатать облигации и закупить на полученные от их продажи деньги «что-нибудь ненужное» в особо крупном размере. Но, проблема заключается в эквивалентно денежной эмиссии, ведь полученные облигации держатели тут же передадут Центральному Банку и с помощью схемы РЕПО получают деньги. Таким образом, денежная масса вырастет, что приведет к росту инфляции. И в итоге банкет будет за наш с вами счет.

Кому выгодно это искусственное ослабление рубля? В первую очередь – экспортерам («Газпром», «Роснефть» и т. д.) и национальным производителям. Данная ситуация будет крайне невыгодной для импортеров и населения.

Почему ЦБ отказался от управляемого курса рубля и отпустил рубль в свободное плавание? Потому что, как показывает практика, это управление – слишком дорогое удовольствие. Спору нет, стабильный рубль – благо. Но оно нам не по карману. Только такие богатые государства, как Саудовская Аравия, могут проводить политику фиксированного курса национальной валюты. Но не Россия, которая вновь попала в экономический кризис и при этом участвует в войне в Сирии. Так что переход к политике свободного плавания рубля в ноябре 2014 года, в разгар конфликта с Украиной, после того, как на Россию начали обрушиваться западные санкции, стал весьма своевременным ходом.

Какие издержки связаны с политикой управляемого курса? Вспомним, что происходило в период 2000–2008 годов, до кризиса. Цена нефти росла как на дрожжах. ЦБ стабилизировал рубль, покупая «излишки валюты» в международные резервы и тем самым выбрасывая на рынок денежную массу. Что вело к высокой инфляции. То есть ценой стабильного рубля в условиях роста нефтяных цен была стабильно высокая инфляция, преимущественно выше 10 % годовых. А инфляция является скрытым налогом, который платит население.

В условиях падения нефтяных цен стабилизация рубля ведет к растрате международных резервов. На волатильном рынке бессмысленно сжигаются международные резервы. Для того чтобы избежать дефолта по иностранным обязательствам, страна должна поддерживать большие международные резервы т.е. финансировать другие экономики.

Кроме того, политика управляемого курса национальной валюты снижает монетарным властям пространство для маневра. Ведь существует гипотеза «невозможной троицы», согласно которой невозможно одновременно достичь трех целей: фиксированного обменного курса, свободного движения капитала и независимой денежной политики. Если центральный банк в условиях свободного движения капитала фиксирует обменный курс, он утрачивает способность регулировать процентные ставки и тем самым воздействовать на инфляцию.

Между тем с точки зрения социальной политики инфляция является более важным фактором, чем курс национальной валюты. Ибо все дееспособное население страны ежедневно сталкивается с ценами товаров, но мало кто ежедневно меняет валюту (если страна не попала в гиперинфляцию, как, например, Венесуэла). Поэтому переход от политики управляемого курса национальной валюты к политике инфляционного таргетирования имеет еще и важный социальный смысл.

Снижение ключевой ставки будет способствовать еще большему ослаблению рубля, и инициатива Министерства финансов с покупкой валюты способна отодвинуть принятие такого решения. Интервенции будут способствовать не только девальвации, но и росту инфляции, что ограничивает пространство для маневра в плане снижения ключевой ставки ЦБ. Следовательно, не исключено, что 3 февраля ЦБ сохранит ключевую ставку на прежнем уровне.

Ну и наконец, попытка манипулирования валютным рынком может вызвать неподдельный интерес у Центрального Банка.

Рост инвестиций в основной капитал в первом квартале 2017 г. относительно того же периода прошлого года на 2,3 % в значительной мере объясняется досчетом Росстата инвестиционной активности в сфере малого бизнеса и неформальной деятельности. По крупным и средним компаниям рост, фиксируемый статистической отчетностью, составляет 0,4 %. В целом увеличение инвестиций в российской экономике не выглядит эшелонированным, оно пока весьма неравномерно и в отраслевом, и в региональном разрезе.

Согласно последним данным Росстата, темп прироста инвестиций в основной капитал по полному кругу компаний составил в первом квартале 2017 г. 2,3 % к соответствующему периоду 2016 г., более чем в четыре раза опережая, таким образом, первую оценку темпа прироста ВВП (0,5 % год к году). На фоне падения инвестиций в годовом выражении в прошлом году в целом на 0,9%, а в четвертом квартале 2016 г. – на 1,3 %, ситуация выглядит довольно оптимистично. Если ориентироваться на данные со снятой сезонностью, то они выглядят еще лучше, говоря о том, что ВВП и инвестиции заметно растут уже два квартала подряд, причем ускоряющимися темпами (рисунок 14).

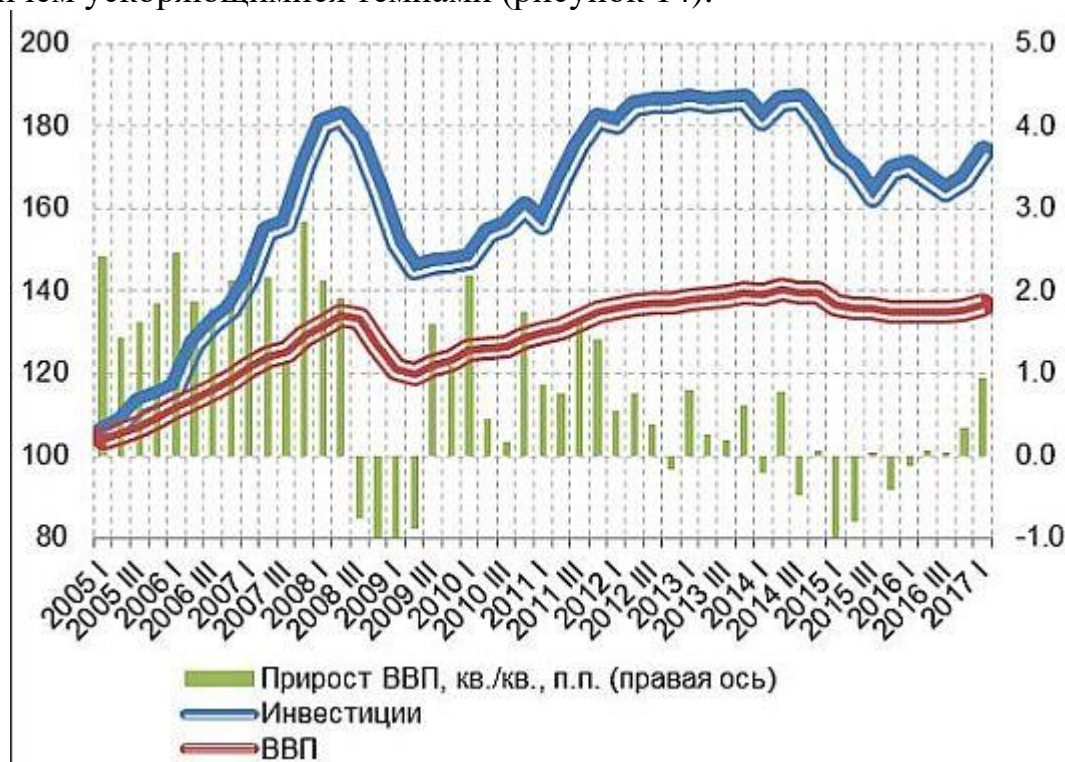


Рисунок 14 – Динамика ВВП и инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 2005-2017 гг. [51]

Вместе с тем статистика инвестиций крупных и средних предприятий по видам экономической деятельности, получаемая на основе прямой отчетности компаний, то есть без досчетов Росстата, даёт существенно более низкую цифру прироста инвестиций в первом квартале, а именно 0,4 % г/г. Поэтому ненаблюдаемый сектор и малые предприятия, которые в этой статистике не учитываются, в первом квартале обеспечили примерно 22 % всех инвестиций экономики и росли в физическом выражении темпами в 15-17 % годовых. Попробуем оценить структуру роста инвестиций по России в целом с помощью

такого индикатора, как вклад (региона или вида экономической деятельности) в общероссийский рост, посчитав его как долю той или иной "позиции" в валовом объеме инвестиций, умноженной на темп её прироста в текущем квартале.

Рассмотрим сначала отраслевой разрез динамики инвестиций уже в новой классификации Росстата – ОКВЭД 2. В первом квартале 2017 г. на добычу полезных ископаемых и обрабатывающую промышленность пришлось почти 50 % всех инвестиций в основной капитал, а еще 25,5 % – на деятельность по транспортировке и хранению, электроэнергетику и телекоммуникации. На строительство и операции с недвижимым имуществом приходится еще почти 8 % всех инвестиций, на торговлю и ремонт – еще 3,5 % (таблица 3). На прочие сектора приходилось примерно 14 % всех инвестиций.

При этом, несмотря на рост инвестиций в целом по экономике на 0,4 %, многие важные с точки зрения ее диверсификации сектора демонстрировали отрицательную динамику инвестиций. Абсолютным аутсайдером по вкладу является обрабатывающая промышленность, которая снизила объем инвестиций на 6,7 %, внося в совокупный прирост минус 1,3 % п. п. (таблица 3). Весьма низкие позиции также у производства и распределения электроэнергии, газа и воды, где падение инвестиций составило более 15 %; примечательно, что сельское хозяйство и строительство также оказались в аутсайдерах с темпами падения на 7 % и 4 % соответственно. Всего укрупненные отрасли, сокращавшие в первом квартале свои инвестиции – а к ним, помимо отмеченных выше, можно отнести здравоохранение, государственное управление и водоснабжение, снизили совокупный прирост инвестиций более чем на 3 п. п. (таблица 3).

Добывающая промышленность, напротив, занимает высокую позицию, увеличив объемы инвестиций на 1,5 % за счет вложений в добычу угля, руд и прочих полезных ископаемых – при том, что инвестиции в добычу нефти и газа упали на 6 % (таблица 3). В "топе" по темпам прироста находятся также финансовая деятельность, транспортировка и хранение, индустрия спорта и массовых мероприятий, где темпы прироста инвестиций составляют от 22 % до 37 %, а также торговля и деятельность гостиниц и предприятий общественного питания с темпами прироста в 7-8 %. На фоне низкой базы в первом квартале примерно такими же темпами, как в торговле и общественном питании, выросли инвестиции в образование и науку.

Таким образом, наблюдается ситуация, ставшая в чём-то уже привычной, когда из ключевых производственных отраслей лишь добывающая промышленность не теряет высоких позиций. Лидерство же выделенной в новом классификаторе "Транспортировки и хранения" при более детальном рассмотрении достигается за счет деятельности сухопутного (прежде всего железнодорожного) и трубопроводного транспорта, а также складского хозяйства. Значительный вклад этих отраслей (около 3 п.п. в совокупный прирост) обеспечивается неплохими темпами роста при наличии крупных вложений.

Таблица 3 – Вклады различных видов экономической деятельности (без учета неформальной деятельности и малого бизнеса) в прирост инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 1 кв. 2017 г. относительно того же периода прошлого года

| Позиция | Прирост, в % | Сумма в млрд. руб. | Доля в 1 кв. 2016 г., % | Вклад в прирост по экономике в целом |
|---|--------------|--------------------|-------------------------|--------------------------------------|
| Всего | 0,4 | 1713,8 | 100 | |
| Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство | -6,9 | 51,1 | 3,0 | -0,23 |
| Добыча полезных ископаемых | 1,5 | 530,4 | 30,9 | 0,45 |
| Из нее: добыча сырой нефти и природного газа | -6,0 | 316,0 | 18,4 | -1,16 |
| Обрабатывающие производство Из них: | -6,7 | 303,8 | 17,7 | -1,31 |
| Производство пищевых продуктов, напитков и табака (укр.) | -10,0 | 27,9 | 1,7 | -0,30 |
| Производство текстиля, одежды и обуви (укр.) | 2,9 | 2,3 | 0,14 | 0,09 |
| Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели | 94,5 | 16,50 | 1,0 | 0,47 |
| Производство бумаги и полиграфия (укр.) | 3,4 | 7,7 | 0,5 | 0,07 |
| Производство нефтепродуктов и кокса | -1,8 | 66,9 | 3,9 | -0,07 |
| Производство химических веществ и лекарств (укр.) | 7,4 | 59,1 | 3,5 | 0,15 |
| Производство резиновых и пластмассовых изделий | -12,6 | 13,8 | 0,8 | -0,25 |
| Производство металлов и готовых металлических изделий (кроме машин и оборудования) (укр.) | -62,5 | 57,8 | 3,4 | -1,25 |
| Производство электронных изделий и оптики (укр.) | -2,4 | 10,4 | 0,6 | -0,05 |
| Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки | 26,3 | 8,0 | 0,5 | 0,11 |
| Производство транспортных средств, включая автомобили (укр.) | -14,3 | 28,3 | 1,6 | -0,29 |
| Производство мебели и прочих готовых изделий (укр.) | -32,8 | 1,7 | 0,15 | 0,05 |
| Обеспечение электрической энергией, газом и паром, кондиционирование | -15,5 | 95,0 | 5,5 | -1,04 |
| Водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов | -26,2 | 13,2 | 0,8 | -0,26 |
| Строительство | -4,0 | 38,7 | 2,3 | -0,09 |
| Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов | 7,4 | 59,6 | 3,5 | 0,24 |
| Транспортировка и хранение Из них: | 21,7 | 282,8 | 16,5 | 2,97 |
| Ж/д транспорт (укр.) | 43,7 | 35,8 | 2,1 | 0,87 |

Окончание таблицы 3

| Позиция | Прирост, в % | Сумма в млрд. руб. | Доля в 1 кв. 2016 г., % | Вклад в прирост по экономике в целом |
|---|-----------------|-----------------------|-------------------------------|---|
| Деятельность трубопроводного транспорта | 8,0 | 115,3 | 6,7 | 0,49 |
| Складское хозяйство и вспомогательная транспортная деятельность | 23,8 | 90,7 | 5,3 | 1,02 |
| Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания | 7,9 | 7,8 | 0,4 | 0,03 |
| Деятельность в области информации и связи | -1,5 | 59,1 | 3,5 | -0,06 |
| Деятельность финансовая и страховая | 34,6 | 38,8 | 2,3 | 0,62 |
| Деятельность по операциям с недвижимым имуществом | -14,2 | 94,5 | 5,5 | -0,89 |
| Деятельность профессиональная, научная и техническая | 16,7 | 64,1 | 3,7 | 0,53 |
| Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги | -32,7 | 6,9 | 0,4 | -0,20 |
| Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение | 2,7 | 16,7 | 1,0 | 0,03 |
| Образование | 6,2 | 16,7 | 1,0 | 0,06 |
| Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг | -5,2 | 15,0 | 0,9 | -0,05 |
| Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений | 36,8 | 17,7 | 1,0 | 0,29 |

Примечание. "Укр." означает укрупненную позицию (направление "Производство пищевых продуктов" объединено с производством напитков и табачных изделий в новой классификации Росстата ОКВЭД 2). [34]

Действительно, в первом квартале 2017 года имели место существенные вложения в трубопроводный транспорт, в особенности в проекты "Турецкий поток" ("Газпром" планирует вложить в этот проект почти 42 млрд. руб.), "Сила Сибири-1" (планируется вложить более 158 млрд. руб.) и "Ухта-Торжок" (более 62 млрд. руб. инвестиций в 2017 году). Также в начале 2017 года запущены трубопроводы "Транснефти": "Заполярье-Пурпе" и "Куюмба-Тайшет", и газопровод от крупного нефтегазоконденсатного месторождения на Ямале (Бованенковского). Не стоит забывать и о строительстве инфраструктуры для чемпионата мира по футболу в 2018 года в разных регионах России.

Рассмотрим региональный аспект и рейтинг инвестиционной активности российских регионов в первом квартале 2017 года подробнее. В числе пяти лидеров по темпам прироста инвестиций (от 69 % до 390 %) находятся Республика Крым, г. Севастополь, Вологодская, Тверская и Калининградская области (таблица 4). В наибольшей степени (от -39 % до -62 %) снизились объемы инвестиций в первом квартале в Республиках Хакасии и Северной

Осетии-Алании, в Новгородской области, в Республиках Коми, Ингушетии и Тыве (таблица 4).

Лидером по вкладу в совокупный прирост инвестиций стала Москва, притом не за счёт резкого наращивания инвестирования, а за счёт самого объёма инвестиций: обеспечив почти 13 % совокупных инвестиций, она увеличила их объёмы на 28,6 % в реальном выражении и дала примерно 2,6 п.п. прироста совокупных инвестиций. Москва всегда удерживала позиции в "топе", во всяком случае, по фактическому объёму инвестиций, которые объясняются, в частности, особенностями статистического учета, в частности формальным учетом инвестиций, проходящих через штаб-квартиры крупных сырьевых компаний, зарегистрированных в Москве.

При этом основной сырьевой регион является Тюменская область, вместе с двумя автономными округами: Ямало-Ненецким и Ханты-Мансийским, обеспечив в первом квартале 18,9 % общероссийского объёма инвестиций, увеличив их в реальном выражении немногим выше общероссийского уровня на 3,2 %, тем самым прибавив в общероссийскую корзину 0,55 п.п. прироста.

По вкладу в совокупный прирост инвестиций весьма высоки (от 0,75 п.п. до 0,92 п.п.) также позиции Республики Саха (Якутии), Вологодской области и Республики Крым (таблица 4). Приток инвестиций в первую обеспечен реализацией уже упомянутых проектов, связанных с трубопроводным транспортом (в особенности с проектом "Сила Сибири"). Что касается Крыма, то кратный рост инвестиций отмечен уже многими экспертами, и значительная часть инвестиций так или иначе связана с туризмом и вложениями в инфраструктуру. Так, ряд инвестиций направлен на восстановление баз отдыха, комплекса "Коктебель", туристической инфраструктуры и пр. Менее существенные инвестиции связаны с сельским хозяйством, торговлей, отчасти с промышленностью и строительством, однако сами же инвесторы отмечают, что горизонт планирования в целом пока весьма недалёк.

Наибольший отрицательный вклад в общероссийский прирост инвестиций внесли в первом квартале текущего года Красноярский край, Свердловская и Сахалинская области и Республика Коми, которые снизили объёмы инвестиций темпами от -26 % до -54 % и в совокупности уменьшили общероссийский прирост инвестиций на 3,4 п.п.

Таблица 4 – Рейтинг субъектов РФ (10 "лучших" и 10 "худших") по приросту инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 1 кв. 2017 г. относительно того же периода прошлого года [34]

| Место | Название региона | Объём инвестиций, млн. рублей | Прирост год к году, в % | Доля в 1 кв. 2016 г., в % | Вклад в совокупный прирост, п.п. |
|-------|-------------------------|-------------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| 1 | Республика Крым | 231 94 | 390 | 0,21 | 0,82 |
| 2 | Г. Севастополь | 2141 | 210 | 0,03 | 0,0 |
| 3 | Вологодская область | 285 92 | 120 | 0,62 | 0,75 |
| 4 | Тверская область | 201 45 | 87,2 | 0,49 | 0,42 |
| 5 | Калининградская область | 160 15 | 68,8 | 0,40 | 0,27 |

Окончание таблицы 4

| Место | Название региона | Объем инвестиций, млн. рублей | Прирост год к году, в % | Доля в 1 кв. 2016 г., в % | Вклад в совокупный прирост, п.п. |
|-------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| 6 | Рязанская область | 108 81 | 68,2 | 0,30 | 0,20 |
| 7 | Архангельская область | 116 27 | 67,5 | 0,29 | 0,20 |
| 8 | Карачаево-Черкесская Республика | 2010 | 60,2 | 0,06 | 0,04 |
| 9 | Республика Саха (Якутия) | 611 24 | 49,5 | 1,86 | 0,92 |
| 10 | Приморский край | 204 50 | 39,5 | 0,68 | 0,27 |
| 78 | Свердловская область | 548 38 | -27,7 | 3,10 | -0,86 |
| 79 | Забайкальский край | 9316 | -28,3 | 0,57 | -0,16 |
| 80 | Республика Марий Эл | 3903 | -28,4 | 0,21 | -0,06 |
| 81 | Белгородская область | 186 32 | -33,7 | 1,28 | -0,43 |
| 82 | Республика Хакасия | 2605 | -38,7 | 0,18 | -0,07 |
| 83 | Республика Северная Осетия-Алания | 2034 | -39,4 | 0,14 | -0,06 |
| 84 | Новгородская область | 9821 | -44,6 | 0,81 | -0,36 |
| 85 | Республика Коми | 235 94 | -53,6 | 2,32 | -1,25 |
| 86 | Республика Ингушетия | 681 | -61,6 | 0,08 | -0,05 |
| 87 | Республика Тыва | 480 | -62 | 0,06 | -0,04 |

Таблица 5 – Рейтинг федеральных округов РФ по приросту инвестиций в основной капитал в реальном выражении в 1 кв. 2017 года относительно того же периода прошлого года [34]

| Место | Название региона | Объем инвестиций, млн. рублей | Прирост год к году, в % | Доля в 1 кв. 2016 г., в % | Вклад в совокупный прирост, п.п. |
|-------|-------------------------------------|-------------------------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------------|
| 1 | Южный Федеральный округ | 163 513 | 15,50 | 6,21 | 0,96 |
| 2 | Центральный Федеральный округ | 546 559 | 11,83 | 21,76 | 2,58 |
| 3 | Дальневосточный Федеральный округ | 172 887 | 10,19 | 6,85 | 0,70 |
| 4 | Северо-Западный Федеральный округ | 235 024 | -1,16 | 11,61 | -0,13 |
| 5 | Уральский Федеральный округ | 497 625 | -2,40 | 21,96 | -0,53 |
| 6 | Сибирский Федеральный округ | 225 935 | -3,66 | 10,55 | -0,39 |
| 7 | Приволжский Федеральный округ | 319 501 | -7,33 | 15,67 | -1,15 |
| 8 | Северо-Кавказский Федеральный округ | 361 68 | -12,47 | 1,84 | -0,23 |

Разрез по федеральным округам (ФО) России показывает лидерство в темпах прироста инвестиций и вкладах в общероссийский прирост Центрального и

Южных федеральных округов (таблица 5), в обоих случаях это лидерство обеспечено только одним локомотивом роста в каждом округе – соответственно Москвой и Крымом. Вклады основных регионов, даже если положительны, то довольно малы. Занявшему третье место Дальневосточному ФО высокую позицию также обеспечивает только уже упомянутая Якутия. Что касается аутсайдеров, ими оказываются Северо-Кавказский и Приволжский федеральные округа.

Относительно географического распределения регионов с высоким (выше среднероссийского) и низким приростом или спадом следует сказать, что закономерности тут не обнаруживаются. В том же Северо-Кавказском ФО есть регион с приростом инвестиций, существенно превышающим среднероссийский – Карачаево-Черкесская республика. Свои лидеры и аутсайдеры есть и в других федеральных округах.

Таким образом, наметившийся рост инвестиций в российской экономике пока не выглядит эшелонированным, он весьма неравномерен и в отраслевом, и в региональном разрезе. Инвестиционная активность нуждается в целенаправленном стимулировании. При этом, как отмечается в экономической литературе, не существует единого подхода к стимулированию инвестиций, который был бы успешным во всех секторах и регионах, во всех странах и во все времена. Для тестирования такого опыта и масштабирования лучших образцов в России есть условия, связанные с ее отраслевым и региональным многообразием. По этой причине особенно важна не только существующая политика поддержки инвестиций, но и ее развитие, оценка регионального опыта и постоянная модификация федеральной политики с учетом этого опыта. С другой стороны, важна и предсказуемость. Инвестиции – это, прежде всего, суждение инвестора о будущем. Что необходимо инвестору помимо улучшения условий деятельности – так это снижение уровня неопределенности и рисков, и прежде всего реализации принципов, заложенных в праве: предсказуемости, прозрачности, достоверности, подотчетности и справедливости. В России улучшение инвестиционного климата требует и серьезных реформ, и их предсказуемости. Удастся ли достичь такого компромисса – покажет будущее [15].

Повышение эффективности интервенций, проводимые на фондовом рынке, могло послужить привлечение к участию в инвестициях крупных государственных и частных корпораций и банков, взамен на плавающие условия рефинансирования долгов и кредитования в будущем. Иными словами, целесообразным считается видимость государства, как основного кредитора участников торгов, чем сторонником по сделкам купли-продажи акций.

Скупка государственных акций на фондовом рынке в условиях кризиса приведет к более негативным настроениям, среди участников рынка, тем самым показывая ненужность акций для всех, кроме самого государства. Эффективность проведения интервенций предусматривают в первую очередь долгосрочный характер инвестиционных программ, отбор отраслей и акций, недооцененных ранее с точки зрения ситуационного и финансового анализа, следование стратегии выкупа блокирующих пакетов компаний со средней и малой капитализацией.

При покупке объема акций, торгуемого на рынке компанией малой капитализации, будут потрачено малое количество денежных средств, тем самым сокращая негативное влияние на котировки данных компаний и снижая количество продавцов. Данные факты благоприятно влияют на рынок в целом. Потенциально выгодные инвестиции в компании также можно считать недооцененные инвестиции с фундаментальной точки зрения. Ярким примером послужит компания, у которой денег больше, чем вся ее текущая капитализация.

В целях поддержки позитивной динамики рынка используют не только интервенции, совершаемые напрямую, также государственный регулятор действует опосредованно, тем самым оказывает влияние на значения безрисковых ставок. Основываясь на модели дисконтирования дивидендов, можно прийти к выводу, что непосредственный рост ставок приведет к сокращению прибыли корпораций, так как стоимость заимствования увеличивается, вследствие чего, способствует падению фондового рынка. Исходя из практики, возможен обратный эффект. Так как механизмы таргетирования инфляции и умеренные темпы способствует восстановлению оборотов развития экономики. Также немаловажен и тот факт, что проявляется ограниченность данного регулирования, так как эффективность проявляется только на фоне растущего спроса. Данный метод регулирования эффективен лишь при осознании определенного восстановления.

Современная практика корпоративных финансов показывает, что верхняя граница диапазона цены в период размещения акций, определяется по методу дисконтирования, а нижняя граница диапазона определяется мультипликаторами сравнимых компаний.

Вопреки существующим моделям оценки стоимости акций, увеличение ставок по проценту позитивно скажется на динамике фондового рынка, при присутствии растущего спроса.

В долгосрочной перспективе трудно представить положительный эффект от патерналистской политики в отношении каких либо акций на фондовом рынке, поэтому развитие механизма государственных интервенций, безусловно, должно сопровождаться разработкой плана «выхода» из тех или иных акций компаний. План представляет некую стратегию с обоснованием действий регулятора на каждом этапе реализации определенных активов. Ее применение в условиях наметившейся стабилизации и видимого эффекта от проведенных интервенций позволит во время кризиса дополнительно стимулировать профессиональных участников фондового рынка, сократив риски быстрой реализации государством купленных накануне крупных пакетов акций. Частью данной стратегии, является осуществление новых публичных размещений акций и дополнительных выпусков, проводимых в рамках программы приватизации федерального имущества, утверждаемой Правительством Российской Федерации. Без новых размещений постоянный рост котировок акций за счет их переоценки, в конечном счете, приведет к перегреву рынка.

Если бы не кризис серьезной задолженности, начавшийся в развитых странах, российский финансовый сектор сегодня оказался бы на усиленном или уравновешенном росте [2].

Сценарий уравновешенного роста российского финансового сектора представляется наиболее выгодным с точки зрения национальных интересов. Данный сбалансированный рост подразумевает:

1) первенство благосостояния роста внутренними ресурсами в противовес внешним - за счет упрочнения инфляции, изменения модели денежно-кредитной политики и институциональных перестроек переход к установлению внутреннего рынка долговременных инвестиций.

2) чистка банковской системы от организаций, занимающихся использованием банковских лицензий для отмывания незаконно приобретенных доходов; за счет этого можно значительно увеличить степень доверия населения к банкам и другим финансовым институтам, оптимизировать и увеличить эффективность системы контроля.

3) сосредоточенность институтов право применения и судов на защиту законных прав инвесторов, разработка конкурентных налоговых условий и усовершенствование инфраструктуры финансового рынка позволят установить в стране международный финансовый центр, который будет предоставлять конкурентоспособные финансовые услуги внутренним и региональным экономическим агентам, нуждающимся в капитале и хеджировании рисков.

В этой схеме ожидается, что активы банковской системы увеличатся с 71 % ВВП в 2011 г. до 95 % ВВП к 2020 г.

При этом кредиты нефинансового сектора возрастут до 70 % ВВП (с 43 % в 2011 году). Капитализация фондового рынка составит от 105 до 110 % ВВП (67,8 % по итогам 2011 года). Объем пенсионных средств и других длинных инвестиций достигнет от 18 до 20 % ВВП.

Существует третий инерционный сценарий исхода событий - сценарий финансовой стагнации. Он подразумевает отсутствие, как усиленного роста, так и структурных и институциональных изменений. Ситуация ухудшится проблемами на глобальных рынках: долговыми ямами в Европе и США, а также увеличением спроса на инвестиции со стороны крайне интенсивно развивающихся стран, в большей степени азиатских, и вероятным удорожанием ставок на глобальных финансовых рынках. В этих условиях банковский сектор обречен на стагнацию, а фондовый рынок – на дальнейшую потерю конкурентоспособности.

Уравновешенный сценарий не может быть инерционным. Для организации сценария уравновешенного роста необходимо реализовать программу мер по трем направлениям:

- увеличение устойчивости финансового сектора,
- увеличение его конкурентоспособности;
- формирование отечественного рынка долговременных инвестиций.

Для решения исходных проблем поставлены следующие задачи.

I. Увеличение устойчивости финансового сектора.

1. Постепенный переход к внутренне устойчивой модели макроэкономической политики: от формирования денежного предложения за счет операций на валютном рынке к оформлению денежного предложения преимущественно за счет операций на рынке внутренних долговых обязательств, как государственных, так и корпоративных.

Модель установления денежного предложения за счет валютных интервенций сделала отечественную денежно-кредитную политику зависящей от денежной политики иных стран и колебаний цен на товары российского экспорта. Резервный фонд позволял обеззараживать приток нефтяной выручки и, впоследствии, ограничить поток колебаний денежной массы, связанные с этим фактором.

2. "Чистка" банковской системы от банков, которые не способны осуществлять нормальные банковские операции, и полукриминальные структуры, занимающиеся отмыванием денег. Наличие в российской банковской системе многочисленного числа непрозрачных банков, многие из которых имеют на половину криминальную природу, максимально снижают уровень доверия к сектору, его стабильность и общую инвестиционную привлекательность.

3. Дифференцированные требования к капиталу финансовых посредников в зависимости от типов осуществляемых операций, объемов и природы рисков. В целях увеличения доверия к структурам, осуществляющим операции на фондовых рынках, аналогичный подход должен быть применен и к профучастникам рынка.

4. Разработка и организация системы регулирования банков и небанковских финансовых институтов.

5. Улучшение структуры надзирающих органов. Введение дополнительного принципа: один вопрос - один регулятор и контролер. Предоставление полных законодательных полномочий ЦБ и ФСФР обмениваться надзорной информацией по подведомственным им финансовым институтам.

6. Создание российского стандарта финансовой отчетности и раскрытия информации, аналогичного МСФО, создание системы электронного документооборота между надзорными органами и поднадзорными институтами.

7. Создание системы защиты прав потребителей финансовых услуг.

II. Повышение конкурентоспособности финансового рынка.

1. Стимулирование рыночной конкуренции между финансовыми компаниями: приватизация финансовых посредников до уровня контрольного пакета, блокирующего пакета, абсолютная приватизация к 2020 году; развитие нормативной базы и инфраструктуры для осуществления нетрадиционных высокотехнологичных методов предоставления финансовых услуг, полное снятие барьеров на вхождение в российский финансовый сектор дочерних структур международных банков к 2020 году.

2. Создание конкурентоспособной финансовой инфраструктуры.

3. Снятие правовых и налоговых барьеров, препятствующих использованию российских площадок для осуществления финансовых сделок российскими и иностранными компаниями, а также развитию современных финансовых продуктов.

4. Развитие саморегулируемых организаций и создание на их основе стандартов проведения определенных сделок.

5. Усовершенствование системы решения споров, в том числе: создание специальных судов по финансовым спорам в рамках действующей системы арбитражных судов; развитие системы третейских судов; развитие знаний в области финансовой грамотности судей, разработка в этих целях специальных курсов для юридических вузов и программы повышения квалификации.

6. Усовершенствование корпоративного правления, включающее: усиление и конкретизацию требований к раскрытию информации публичными компаниями.

III. Развитие рынка внутренних долговременных инвестиций и повышение финансовой грамотности.

1. Развитие конкуренции в сфере добровольных пенсионных накоплений и накоплений на образование. Введение института индивидуальных инвестиционных счетов и корпоративных накопительных пенсионных планов с открытием индивидуальных пенсионных счетов, администраторами которых могут выступать не только банки, но и страховые и брокерские компании.

2. Гарантированность обязательств в части пенсионных накоплений и резервов для участников пенсионной системы.

3. Застрахованность пенсионных накоплений и инвестиций граждан от нерыночных рисков по типу системы страхования вкладов.

4. Уменьшение или полная отмена налогов на долговременные вложения в ценные бумаги, оптимизация налогообложения коллективных инвестиций.

5. Финансовое консультирование и проведение мероприятий по улучшению финансовой грамотности. Государственная программа улучшения финансовой грамотности определенно должна быть направлена на просвещенное и взвешенное отношение населения к собственным сбережениям и финансам.

Для дальнейшего эффективного развития финансового рынка России необходимы максимальные усилия со стороны государства и бизнеса по реализации комплекса институциональных и структурных мер, которые значительно повысят устойчивость финансового сектора и на его основе сформируют условия для создания Международного финансового центра.

3.2 Эффективность применения государственных интервенций и методов регулирования на рынке акций

Российская Федерация имеет обширную историю проведения валютных интервенций, которую можно назвать эффективной с переменным успехом. По прогнозу Минэкономразвития закладываемая цена нефти составит около 45 долларов в среднем в следующем году. По их прогнозу у нас получается до 10 миллиардов долларов. Данные цифры меньше, чем в 2017 году.

Российские власти с февраля начали копить дополнительные нефтегазовые доходы при цене нефти выше 40 долларов за баррель.

На эти сверхдоходы Минфин с помощью Центробанка покупает валюту и складывает на специальном счете казначейства в Банке России. В начале 2018 года накопленная валюта будет зачислена в Фонд национального

благополучия (ФНБ), который останется единственной подушкой безопасности правительства после опустевшего за годы кризиса Резервного фонда.

За восемь месяцев 2017 года Минфин купил валюты на рынке на 427,1 миллиарда рублей (около 7,4 миллиарда долларов по текущему курсу).

С 2018 года Минфин хочет изменить формулу расчета объема интервенций, чтобы они не зависели от прогнозного курса рубля.

“Так как механизм определения объемов сейчас связан с тем курсом, который заложен в бюджете, то при укреплении рубля из-за того, что приток капитала вырастает – ОФЗ или что другое – он влияет на определение объемов обратно пропорционально. То есть чем крепче курс, тем меньше объемы” [37].

То есть объемы операций получаются проциклически по отношению к направлению и масштабам потоков капитала. Это не очень хорошо с точки зрения достижения основной цели.

Налоговая система у нас стерилизует где-то 2/3 дополнительных нефтегазовых доходов. И, соответственно, операции на валютном рынке должны были бы тоже 2/3 дополнительного притока нефтедолларов компенсировать. По факту текущий механизм определения объемов операций предопределил, что с начала года мы вышли на уровень 30-35 % стерилизации.

В следующем году это будет соответственно где-то 66 %, и чувствительность курса к нефти тоже соответствующим образом должна измениться. Например, в этом году цена нефти 50 долларов и объем интервенций в целом по году порядка 10-12 миллиардов долларов получится. В следующем году цена ниже 45 долларов и примерно такой же объем, чуть меньше.

Низкое доверие к российскому рублю в мире и у населения, сырьевая направленность экономики государства является главной причиной проблем Центробанка РФ. Причиной этого стало изначальное непонимание в начале 90-х годов высшими российскими чиновниками принципов рыночного формирования курса, а также низкая экономическая грамотность населения. Политики, чтобы удержать курс и угодить электорату, проводили крупные валютные интервенции, уменьшая и без того малый ЗВР. Для пополнения ЗВР в России до сих пор в основном используется не закупка инвалюты на рубли, а прямые вливания валюты от продажи ресурсов на государственном уровне. Это приведет к сильной привязке курса рубля к ценам на основное экспортное сырье, нефть и газ. На протяжении достаточно длительного времени, с 2005 по 2013 годы, цена на эти виды топлива позволяла поддерживать регулярными интервенциями стабильный курс рубля к доллару, и накапливать ЗВР.

К сожалению, по итогам 2014–2015 годов можно утверждать, что население в массе все так же экономически неграмотно, несмотря на освоение российскими экономистами более правильного, ступенчатого подхода к девальвации, а политики все так же пытаются сохранить популярность методом растраты ЗВР на интервенции против тенденций рынка.

Применение интервенций является специфическим аспектом. Выделяют две особенности интервенций, от которых сильно зависит их эффективность и длительность последствий:

1) стерилизованность – обеспечение выпуска валюты государственными долговыми обязательствами, нивелирующими прямое воздействие на внутренний валютный рынок. Нестерилизованные интервенции более эффективны на долгом временном промежутке, потому что непосредственно затрагивают и внутренний, и внешний валютный рынок;

2) направление хода – наиболее эффективна интервенция «по рынку», позволяя курсу резко измениться до необходимых параметров и сохранить их длительное время. Интервенции против рыночных тенденций имеют лишь краткосрочный эффект.

Более подробное рассмотрение особенностей интервенций заключается в оценке эффективности проведения Центральными банками стерилизованных интервенций. Для анализа экономисты, в основном, применяют такие эконометрические модели, как МНК с использованием инструментальных переменных, VAR, VEC и GARCH. Последняя модель часто используется исследователями, так как позволяет оценить волатильность валютного курса.

Говоря об эффективности интервенций, эксперты часто используют такие термины, как «направление», предложенный Frenkel, и «сглаживание», предложенный Humpage. Первый критерий характеризует такую ситуацию, при которой направление движения валютного курса соответствует направлению движения интервенций. Например, при покупке Центральным банком иностранной валюты иностранный валютный курс должен падать. Критерий «сглаживание» описывает ситуацию, при которой валютные интервенции сглаживают волатильность валютного курса. Принято также выделять ещё один критерий «разворот», предложенный Fatum. В соответствии с последним критерием проведение интервенций меняет направление движения валютного курса и сглаживает его изменения в предыдущем периоде.

Adler и Tovar в своём исследовании на примере Латиноамериканских стран показали, что интервенции снижают скорость удорожания валюты и являются более эффективными в случае, когда национальная валюта является переоценённой. Disyatat и Galati в своей работе, направленной на анализ эффективности валютных интервенций в Чешской республике с 2001 по 2002 год, показали, что в краткосрочном периоде стерилизованные интервенции оказывают слабое воздействие на величину валютного курса, но не влияют на его волатильность. Авторы считают, что в Чехии канал портфельного баланса является основным каналом воздействия валютных интервенций на валютный курс. На примере Бразилии, Kohlscheen, анализируя дневные данные с 2002 по 2011 год, также показал, что интервенции Центрального банка Бразилии являются эффективными посредством портфельного канала. В свою очередь, на примере Чили, Gregorio и Tokman показали, что заранее объявленные стерилизованные интервенции, проводимые несколько раз в 2001 и 2002 годах, были эффективны посредством сигнализирующего канала. Gersl и Holub также оценивали эффективность валютных интервенций в режиме инфляционного таргетирования в Чехии.

Авторы показали, что валютные интервенции оказывают воздействие на курс чешской кроны, но это влияние является непродолжительным. Mandeng, в свою очередь, анализировал систему контрактных опционов в Колумбии. Автор доказал, что данный тип интервенций эффективен лишь для снижения волатильности валютного курса. Adler, Blanchard и Carvalho Filho на репрезентативной выборке из стран с плавающим валютным режимом показали, что мировые финансовые шоки оказывают влияние на перетоки капитала и валютный курс.

Однако проводимые ЦБ интервенции в определённой степени нивелируют данное воздействие. Так, в перечисленных работах авторы показали, что стерилизованные интервенции оказывают влияние на валютный курс и его волатильность, но их влияние, как правило, слабое и непродолжительное. Но в некоторых исследованиях экономисты показали отсутствие статистической значимости у проводимых ЦБ интервенций. Например, Melick путём анализа валютного курса йены к доллару США продемонстрировал, что стерилизованные интервенции, проводимые ЦБ Японии в конце 1990-х годов, не являются значимыми. Однако автор отмечает, что при согласованной валютной и монетарной политики стерилизованные интервенции в Японии могли бы быть эффективными посредством сигнализирующего канала.

Результаты приведённых работ были получены путём оценки определённых эконометрических моделей, основанных на многочисленных рядах данных. В своей работе Mihajek оценивал эффективность стерилизованных интервенций посредством опроса Центральными банками тех стран, которые проводят интервенции. Большинство стран признали их эффективность, особенно, относительно сигнализирующего канала.

Что касается эффективности нестерилизованных интервенций, то можно отметить, что у них основными каналами воздействия на валютный курс являются монетарный и канал ожидания. Посредством данных интервенций изменяются процентная ставка и предложение денег. В то же время, стерилизованные интервенции не изменяют денежной базы и не оказывают влияния на процентную ставку в краткосрочном периоде. Поэтому, осуществляя нестерилизованные интервенции, Центральные банки могут получить более быстрый и сильный эффект на валютный курс.

Интервенции ЦБ на валютном рынке – это довольно сильный инструмент регулирования валютного курса, который Центральный банк, как правило, используют уже в крайних случаях. Поэтому, с одной стороны, их эффективность можно считать одной из максимальных среди всех прочих инструментов денежно-кредитной политики ЦБ. Но, с другой стороны, когда эти «крайние случаи» наступают, это означает, что девальвация или чрезмерное укрепление национальной валюты носят уже серьёзный системный характер, поэтому ситуацию иногда не могут изменить даже интервенции. Таким образом, средства резервного фонда фактически могут быть потрачены впустую.

В любом случае, если ЦБ начал проводить валютные интервенции, особенно когда речь идет о больших объемах интервенций – это означает, что ситуация с

национальной валютой критическая. А вот эффективность интервенций зависит уже от общей политики Центрального банка и от прочих фундаментальных факторов, влияющих на валютный курс.

В любом случае следует понимать, что валютные интервенции ЦБ может проводить лишь какое-то время, пока не будут израсходованы валютные резервы, выделяемые им на эти операции. Если за этот период не произойдет желательных изменений валютного курса, то он может измениться в нежелательном направлении еще сильнее.

Большое значение имеют и объемы валютных интервенций. Иногда ЦБ может проводить небольшие, даже незаметные на первый взгляд интервенции, которые, тем не менее, устанавливает стабилизирующий эффект. В других случаях интервенция может быть очень масштабной, приводящей к изменению валютного курса, к примеру, на 200–300 пунктов.

ЦБ определяет оптимальные объемы валютных интервенций, исходя из своей денежно-кредитной политики. Понятно, что масштабные интервенции всегда более эффективны, но, с другой стороны, они приводят к существенному расходованию резервов государства, а эффект, который они оказывают на курс национальной валюты, при этом может быть краткосрочным: через какое-то время он возвращается к своим предшествующим позициям.

Для российского рынка акций 2017 год успешным назвать нельзя — после обновления максимумов в начале периода фондовые индексы снижались вплоть до июня, после чего под влиянием растущей нефти началось их постепенное восстановление.

С января индекс ММВБ снизился примерно на 6 %, а индекс РТС изменился незначительно. В лидерах роста оказались бумаги компаний машиностроительного и транспортного секторов.

Российский рынок в настоящий момент продолжает оставаться одним из самых недооцененных среди развивающихся стран. По ключевым мультипликаторам (P/E, EV/EBITDA и другие) на рынок акций в среднесрочной перспективе остается скорее нейтральным.

Во-первых, относительная недооцененность российского рынка уже выглядит традиционной. Во-вторых, без повышения цен на нефть, смягчения внешнеполитических рисков и активизации притока средств иностранных инвесторов мы не видим предпосылок для активного роста. Фактором поддержки рынка акций выступает сравнительно высокая дивидендная доходность бумаг (в среднем 6 %), однако это скорее вторичная метрика, поскольку локальный рост волатильности активов может в значительной степени нивелировать этот положительный эффект.

Рекомендации по стратегии на финансовом рынке следует начать именно с политических факторов, так как рост внешнеполитической напряженности может привести к непредсказуемым событиям. На данном этапе, мир до сих пор испытывает последствия развала советской сверхдержавы, сопровождаемого постепенным изменением послевоенного Ялтинского мира, формированием нового рах Americana, экспансией Европейского союза и нарастанием в связи с

этим противоречий между различными геополитическими, экономическими и этническими центрами. За последние 25 лет резко увеличилось количество локальных и региональных горячих точек, охвативших бывшие территории СССР и Югославии, Сомали, Афганистан, Ирак, Ливию, Сирию, Йемен и некоторые другие страны Африки и Азии. А события на Украине еще больше обострили данную ситуацию.

В связи с данными событиями, в 2018 году инвесторам следует обратить внимание на внешнеполитические риски.

1. Сохранится противостояние между Россией, с одной стороны, и США-ЕС, с другой стороны, что приведет к сохранению санкций в отношении России в течение 2018 года. Кардинальное улучшение отношений, которое бы способствовало смягчению геополитических рисков и улучшению инвестиционного климата в России, вряд ли произойдет. Более того, учитывая напряженное состояние соперничества США и России на постсоветском пространстве, вполне возможно ухудшение ситуации.

2. Внутренние политические и экономические противоречия в США и ЕС, ярко проявившиеся после победы Дональда Трампа на выборах в США и принятия решения о выходе Великобритании из состава ЕС, сохраняются. Следует обратить внимание на промежуточные выборы в конгресс США осенью 2017 года, ход переговоров между Европейским союзом и Великобританией, в которых наметился некоторый прогресс, и разногласия между некоторыми восточными членами блока (Венгрия, Польша, Словакия, Чехия), с одной стороны, и руководством ЕС, с другой.

3. Ядерные испытания и пуски баллистических ракет в КНДР и ответная реакция США привели к резкому обострению ситуации на Корейском полуострове. В случае неадекватного поведения одной из сторон вполне вероятен военный конфликт, который может привести к использованию ядерного оружия со всеми вытекающими последствиями для мировой экономики и политического устройства мира.

4. Существует также угроза резкого обострения отношений между Россией и Украиной в связи с тем, что руководство Украины прямо заявило, что будет добиваться возвращения Донбасса и Крыма.

Несмотря на то, что практически все геополитические риски инвесторам известны, финансовые рынки недооценивают их.

Внутриполитическая ситуация в России остается стабильной, и маловероятно, что выборы президента страны в этом году приведут к ее ухудшению. Возможный рост внутриполитических рисков связан не столько с действиями внесистемной оппозиции, сколько с действиями или бездействиями самой власти. Опросы показывают определенное недовольство части населения состоянием дел внутри страны (в частности, положением в здравоохранении, социальном обеспечении, экономике, падением реальных доходов населения). Несмотря на полную поддержку В.В. Путина во внешней политике, на настроение населения могут повлиять и слабый экономический рост и проблемы с коррупцией.

Если говорить о санкциях Запада, то они ограничивают экономический рост России. Прирост ВВП по итогам 2017 года, учитывая динамику статистических данных, вероятнее всего, составит от 1,9 % до 2,1 % годовых. В 2018 году восстановление реальных доходов населения и потребительского спроса, рост инвестиций в основной капитал и более высокие цены на нефть по сравнению с ценами в первой половине 2017 года, будут способствовать повышению прироста ВВП страны до 2,5 % в год. В случае стабилизации инфляции на уровне 3–4 % можно ожидать также дальнейшего снижения процентных ставок, что увеличит спрос на кредиты со стороны реального сектора и поддержит рост экономики.

Главные угрозы, которые могут подорвать восстановление экономического роста России – это геополитический риск и резкое падение цен на нефть и сырье (но такого падения в 2018 году ожидать не следует). Можно также обратить внимание на то, что Россия пока выпадает из мирового цикла (нет синхронизации, выход из рецессии, которая отчасти была спровоцирована санкциями, значительно позже). И поэтому, если по прогнозам, США действительно войдут в кризис в течение следующих трех лет, то этот фактор также может опосредованно повлиять на замедление экономического роста в России в будущем, через основных внешнеэкономических партнеров России и цены на сырье.

России, прежде всего, необходимо опираться на внутренние источники накопления, такие как, сбережения населения, накопленная прибыль предприятий, кредитная эмиссия коммерческих банков с целью финансирования реального сектора. Также перейти к целевым экономическим программам с целью восстановления производственного потенциала и создания новых точек экономического роста. А для этого необходим стабильный рубль, стабильная инфляция и стабильные процентные и налоговые ставки в течение ближайших 10–15 лет. Следует изменить модель экономического роста – перейти с экспортно-ориентированной модели на внутриэкономическую модель роста.

В целом не ожидается резкого роста инфляции и процентных ставок ни в США, ни в ЕС, но, скорее всего, индекс потребительских цен или дефлятор ВВП США преодолют планку на уровне 2 %, и инфляция в развитых странах постепенно начнет набирать обороты.

В России грамотная умеренно-жесткая политика центрального банка привела к резкому снижению инфляции. Этому способствовало также сильное укрепление рубля, значительное падение реальных доходов населения в 2014–2016 годах и изменение потребительского поведения населения по сравнению с тем, что было в 1990-х годах, в том числе, и из-за того, что произошла смена поколений. Вместе с тем, по данным ЦБ РФ, инфляционные ожидания населения остаются на уровне 8,7 % [35], превышая текущую инфляцию более чем в два раза. Поэтому, пока преждевременно говорить об устойчивости данной тенденции.

С точки зрения фундаментального анализа российский рынок акций в течение многих лет является одним из самых дешевых (правда, с другой стороны, это отражает восприятие рынка иностранными инвесторами с точки зрения риска). Значение P/E индекса Московской Биржи в настоящее время составляет 6,83 [36], в то время как среднее значение этого показателя среди развивающихся рынков

(по индексу MSCI emerging markets) составляет 10,78. Для данного показателя, за редким исключением, для всех стран характерна тенденция роста, начиная с 2008–2011 годов, а у России форвардный P/E индекса Московской Биржи падал в 2009–2014 годах и только в 2015 году начал слегка расти. Таким образом, потенциал роста P/E у российского рынка составляет 50 %.

В заключение, хотелось бы обратить внимание на то, что практически везде волатильность рынка находится на крайне низком уровне, а большинство инвесторов выглядят благодушными и требуют «продолжения банкета». Именно в такие периоды, как правило, и происходят на рынках тектонические сдвиги, которые впоследствии приводят к резкому изменению динамики рынка.

Выводы по разделу 3

Повышение эффективности интервенций, проводимые на рынке акций, могло бы способствовать привлечению крупных и частых и частно-государственных корпораций и банков к участию в инвестициях взамен на гибкие условия кредитования и рефинансирования долгов в будущем.

Более эффективным можно считать вариант участия государства в восстановлении фондового рынка в качестве основного кредитора участников торгов, основного игрока на рынке ликвидности, нежели второй стороной по сделкам купли-продажи акций. Непосредственная государственная скупка акций на фондовом рынке в условиях кризиса наоборот может лишь добавить негативных настроений и выступать своеобразным индикатором для участников рынка, подчеркивая факт, что акции никому, кроме государства в данный момент не нужны. Вариант эффективной программы проведения интервенций на рынке акций должен предусматривать долгосрочный характер инвестиционных программ, отбор фундаментально недооцененных отраслей и акций компаний с точки зрения финансового и ситуационного анализа, следование стратегии преимущественного выкупа блокирующих пакетов компаний с малой и средней капитализацией.

Умеренные темпы инфляции и механизмы ее таргетирования, могут способствовать восстановлению темпов развития экономики, а большинству компаний удастся компенсировать повышение ставок за счет роста отпускных цен. Поэтому, вопреки существующим моделям оценки стоимости акций (модели дисконтирования дивидендов, дисконтирования денежных потоков), повышение процентных ставок со стороны регулятора при наличии растущего спроса и восстановлении экономики может позитивно отражаться на динамике фондового рынка. Ввиду ограниченности подобного рода регулирования, метод может быть использован в качестве эффективного продолжения политики государственных интервенций. Сигналы об улучшении настроений инвесторов могут поступить с рынка в виде череды обратных выкупов акций самими предприятиями (buy-back).

Увеличение предложения акций на открытом рынке способно повысить его ликвидность, а успешное проведение публичных размещений (IPO) и дополнительных выпусков (SPO) поднять капитализацию самих компаний. Выполнение государственной программы по приватизации имущества через

реализацию крупных пакетов акций требует тщательной проработки вопроса ценообразования. В расчетах диапазона приемлемой цены размещения активов следует учитывать сложившуюся практику корпоративного финансирования и методов оценки, используемых инвесторами для расчета действительной цены, допуская некоторый дисконт для обеспечения первоначальной доходности размещения. Подобная стратегия позволит в долгосрочной перспективе с большей эффективностью использовать механизмы привлечения финансовых ресурсов.

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

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

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Глобальная экономика стоит на пороге прогресса и расширения границ. Проникновение мирового фондового рынка и рынков производных финансовых инструментов в разные экономические отрасли дают толчок для совершенствования системам государственного регулирования и управления.

На сегодняшний день фондовый рынок России во многом взаимосвязан с иностранными площадками. Отсутствие стратегии по стабилизации ситуации со стороны государственных регуляторов способствует спекулятивным настроениям. Небольшая история отечественного фондового рынка по отношению к западным рынкам капитала подчеркивает важность исследования систем и процессов государственного управления.

Нахождения глобальных финансов в пространстве неопределенности, определяет страновые риски, а также предполагает глобальные возможности развитым государствам с системой внутреннего контроля, чуткой системой реагирования на события, происходящие на мировой арене. Изучение аспектов глобального опыта управления фондовыми рынками, придает объективность в разработке стратегий по улучшению инвестиционного климата в стране.

В современной системе государственного управления по отношению фондового рынка должны учитываться нестабильные ситуации в экономических системах. Фондовый рынок, по своей сути, является широкой индустрией по привлечению денежных средств, размещению капитала, а также трансформацией пенсионных сбережений населения, в инвестиции. В формировании фондового рынка ключевую роль играют механизмы эмиссий, они определяют глубину, а также содержат требования к «поставщикам» и их инструментам. На ранних этапах у государства существует возможность влияния на дальнейшую структуру рынка, путем корректировки требований к процедуре эмиссии и обращения ценных бумаг. Поэтому, при привлечении долгосрочных инвестиций в экономику, стоит учитывать важность процедур эмиссии и обращения ценных бумаг.

Конкуренция за инвестициями призывает государство стимулировать внутренний спрос, обращать внимание на проблемы внутренних инвесторов, пересматривать регулятивную политику в соответствии с сегодняшними реалиями. Современные системы управления фондовым рынком в развитых странах базируются не только на оттачивании регулятивной политики государства, но и на использовании механизмов самоорганизации. Стартовые издержки на становление институтов саморегулирования на фондовом рынке обычно компенсируются повышением качества управленческих процессов за счет функционирования механизмов обратной связи, защиты внутренних инвесторов.

В данном исследовании представлен обзор международной и отечественной практики государственного регулирования фондового рынка. Рассмотрены специфические особенности государственного регулирования в условиях кризиса мировой экономики и нестабильности ее развития[14].

Главной спецификой модели регулирования на рынках США является распыленное регулирование с обозначением главного регулятора в банковском

секторе. Функция регулирования осуществляется с помощью нескольких организаций, с функционированием института саморегулирования.

Регулятивная политика США концентрируется на механизмах пруденциального надзора, пытаясь переместить большую часть внебиржевого рынка торговли в русло биржевого рынка. Важным событием в области регулирования фондового рынка США стало принятие закона Додда-Франка. На основании данного закона произошли значительные перемены, такие как концентрация на защите прав потребителей, создание системы надзора и рисков, а так же повышение прозрачности рынка.

В Германии государственным регулятором выступает Федеральное ведомство (BaFin). Данная политика сконцентрирована на обеспечении эффективности финансового сектора, защиту прав банковских инвесторов и вкладчиков и платежеспособность их участников.

Франция представляет собой диверсифицированную систему, без определения главного регулятора. Ведомство (AMF) имеет статус независимого государственного учреждения, но по своей сути неформально играет глобальную роль на рынке ценных бумаг.

Россия построила политику мегарегулирования на базе Центрального Банка. В данной позиции построения мегарегулирования много было сомнений и потенциальных рисков, но, в конечном счете, Банк России является эмитентом облигаций, агентом по ценным бумагам Министерства Финансов, участником торговых операций, а так же является владельцем акций в крупнейшем госбанке и основной фондовой бирже.

В условиях мирового финансового кризиса, когда колебание цен реальных активов достигает своих экстремумов, от государственных регуляторов в большей степени требуется выработка стратегически верных решений в области управления. В данной ситуации успех регулятивной политики зависит от того, насколько государство было подготовленным при вхождении в кризисные условия. Дальновидность регулятора может устранить множество последствий и дополнительных расходов для установления устойчивости ситуации. Экономия на расходах позволит перенаправить денежные средства на первостепенные задачи экономики и рынка в условиях кризиса, тем самым повышая уровень эффективности данных решений. Экономические знания теорий и знания волнового движения капиталов не дают возможности избежать кризиса, но благодаря верной оценке данной ситуации и правильная установка собственного места в волновой динамике циклов может помочь государственному регулятору заранее установить антикризисную программу и подготовиться к кризисной ситуации.

В разделе 2 были выявлены особенности, проблемы и недостатки государственного регулирования фондового рынка в современной России.

Спекулятивные операции и малое количество инвестирования на фондовом рынке, объяснимые непрозрачностью деятельности компаний эмитентов, а также низким качеством корпоративного управления, порождают тенденцию создания более коротких инвестиционных проектов.

Отсутствие должных финансовых ресурсов, а также возможности рефинансирования собственных долгов приводит к оттоку капитала, спаду в экономике и последующему кризису. В связи с этим усиливается роль государственного регулирования.

Одной из самых глобальных проблем является не понимание в полной мере участниками торгов всех потенциальных возможностей в заключении сделок. В то же время они практически не разбираются в вопросе видов имеющихся на фондовом рынке операций. Еще одной характерной чертой российских инвесторов является очень низкий уровень инвестиционной культуры, что замедляет рыночную капитализацию, чем она могла бы быть. В дополнение к незнанию участников рынка можно выделить отдельную группу проблем - законодательство, которое не отражает все положения и трудности повседневной работы трейдеров и инвесторов.

Европейские фондовые биржи отличаются тем, что у них на фондовом рынке присутствуют страховые компании, благодаря которым риски, связанные с такими операциями, сводятся к минимуму.

Отсутствие свободного доступа и процедуры защиты инвесторов на фондовом рынке, ущемление крупными держателями акций прав более мелких инвесторов, наличие высоких издержек при осуществлении купли-продажи акций, а также процедуры переоформления прав, несмотря на небольшой объем сделки неликвидных акций.

По степени развития РЦБ можно судить о достижении устойчивого экономического роста, создании эффективной экономики, обеспечивающей высокий уровень социально-экономического развития. Это станет возможным только, в частности, при развитии масштабного рынка государственных ценных бумаг. Стабильное повышение котировок государственных ценных бумаг обязательно привлечёт в Россию дополнительные инвестиции. В условиях подверженности российского рынка ценных бумаг – влиянию внешних факторов профессиональным участникам фондового рынка необходимо пристальнее следить за развитием событий путем ежедневного и еженедельного анализа рынка.

Текущая ситуация может быть хорошей точкой входа в российские акции по привлекательной цене. Российский долговой рынок также отмечается привлекательностью: снижение ключевой ставки ЦБ РФ увеличивает стоимость облигаций. С учетом наличия пространства для снижения ключевой ставки, у инвесторов имеется хорошая возможность для входа в российские облигации. Несмотря на наличие драйверов для роста российского фондового рынка, необходимо принимать во внимание риски, связанные с осуществлением инвестиций в российскую экономику. Среди них, прежде всего, выделяются политические риски, связанные с напряженными отношениями с Западом, а также давление с помощью санкций.

В разделе 3 было рассмотрено повышение эффективности интервенций, проводимые на рынке акций, могло бы способствовать привлечение крупных и

частых и частно-государственных корпораций и банков к участию в инвестициях взамен на гибкие условия кредитования и рефинансирования долгов в будущем.

Более эффективным можно считать вариант участия государства в восстановлении фондового рынка в качестве основного кредитора участников торгов, основного игрока на рынке ликвидности, нежели второй стороной по сделкам купли-продажи акций. Непосредственная государственная скупка акций на фондовом рынке в условиях кризиса наоборот может лишь добавить негативных настроений и выступать своеобразным индикатором для участников рынка, подчеркивая факт, что акции никому, кроме государства в данный момент не нужны. Вариант эффективной программы проведения интервенций на рынке акций должен предусматривать долгосрочный характер инвестиционных программ, отбор фундаментально недооцененных отраслей и акций компаний с точки зрения финансового и ситуационного анализа, следование стратегии преимущественного выкупа блокирующих пакетов компаний с малой и средней капитализацией.

Умеренные темпы инфляции и механизмы ее таргетирования, могут способствовать восстановлению темпов развития экономики, а большинству компаний удастся компенсировать повышение ставок за счет роста отпускных цен. Поэтому, вопреки существующим моделям оценки стоимости акций (модели дисконтирования дивидендов, дисконтирования денежных потоков), повышение процентных ставок со стороны регулятора при наличии растущего спроса и восстановлении экономики может позитивно отражаться на динамике фондового рынка. Ввиду ограниченности подобного рода регулирования, метод может быть использован в качестве эффективного продолжения политики государственных интервенций. Сигналы об улучшении настроений инвесторов могут поступить с рынка в виде череды обратных выкупов акций самими предприятиями (buy-back).

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

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

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

1. Агабабаев, Г.И. Особенности рынка ценных бумаг // Бизнес. – 2015. – № 3. – С. 22–23.
2. Алехин, Б.И. Рынок ценных бумаг. / Б.И. Алехин. – М.: Юнити-Дана, 2006. – 464 с.
3. Аюпов, А.А. учебно-методическое пособие по курсу «Государственное регулирование рыночной экономики» // под ред. А.А. Аюпова – Тольятти: ТГУ, 2007. – 137 с.
4. Берзон, Н.И. Фондовый рынок: учебник / Н.И. Берзон. – М.: Вита – Пресс, 2009. – 624 с.
5. Берзон, Н.И. Акции // В кн.: Рынок ценных бумаг: учебник для бакалавров / под общ. ред.: Н.И. Берзон – М.: Юрайт, 2012. – № 4. – С. 66–114.
6. Болвачев, А.И. Фондовый рынок России как объектная сфера системы контроллинга. Этапы становления / А.И. Болвачев // Закон и право. – 2005. – №4. – С. 50–52.
7. Галанова, В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 448 с.
8. Галкин, И.В. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И.В. Галкин, А.В. Комов. – М.: Экономика, 2007. – 222 с.
9. Гафурова, Г.Т. Государственное регулирование рынка ценных бумаг России в современных условиях: автореф. дисс. к.э.н. / Г.Т. Гафурова. – Казань, 2010.
10. Глухов, М. Мировой опыт регулирования фондового рынка / М. Глухов. – М.: Экономика, 2015. – №18. – С. 17–19.
11. Данилов, Е. Развитие мирового фондового рынка / Е. Данилов. – М.: Экономика. – 2015. – №14. – С. 9–11.
12. Жмуркова, Л.Ю. Государственное регулирование рынка ценных бумаг // Наука и современность. 2010.
13. Жуков, Е.Ф. Рынок ценных бумаг: учебник / Е.Ф. Данилов. – М.: Юнити–Дана, 2009. – 321 с.
14. Зазирний, А.К. Современные трансформационные процессы на мировом фондовом рынке и российский рынок ценных бумаг: дисс. канд. эконом. наук / А.К. Зазирний. – Москва, 2013. – 147 с.
15. Звягинцева, Н.А. Пути повышения инвестиционной активности в Российской Федерации с использованием рынка ценных бумаг. – изд-во БГУЭП, 2013. – 202 с.
16. Зенькович, Е.В. Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование. – М.: Волтерс Клувер, 2007. – 312 с.
17. Золотарев, В.С. Путеводитель по российскому фондовому рынку / В.С. Золотарев – М.: Мини-Тайп, 2017. – 439 с.
18. Иванов, М.Е. Вектор развития российского рынка ценных бумаг в условиях мирового финансового кризиса // Право и экономика. – 2009. – №4. – С.22–25.
19. Кашина, О. И. Сравнительный анализ инвестиционных стратегий участников фондового рынка // Актуальные вопросы экономических наук: материалы Междунар. науч. конф. – Уфа, 2011. – С. 53–56.

20. Кистаева, Н.Н. Государственное регулирование рынка ценных бумаг на современном этапе / Вестник Псковского государственного университета. – 2016. – 98 с.
21. Кондратьев, Д.Ю. Государственное регулирование российского рынка ценных бумаг в условиях финансовой глобализации: автореф. дисс. к.э.н. / Д.Ю. Кондратьев. – Москва, 2011.
22. Миркин, Я.М. Российский рынок ценных бумаг: риски, рост, значимость / Рынок ценных бумаг / Я.М. Миркин. – 2007. – №23. – С. 56–62.
23. Михайленко, М.Н. Рынок ценных бумаг / учебник и практикум для академического бакалавриата / М.Н. Михайленко. – М.: Юрайт, 2017. – 197 с.
24. Рубцов, Б.Б. Мировые рынки: Современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2000. – 117 с.
25. Рубцов, Б.Б. Зарубежные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. – Москва, 2016. – 304 с.
26. Смыслов, Д.В. Мировой фондовый рынок и интересы России / Д.В. Смыслов. – М.: Наука, 2006. – 360 с.
27. Старшинин, С.А. Совершенствование регулирования российского рынка ценных бумаг как фактор обеспечения его экономической безопасности: автореф. дисс. к.э.н. / С.А. Старшинин. – Москва, 2010 – С. 70–76.
28. Тертышный, С.А. Рынок ценных бумаг и методы его анализа / С.А. Тертышный. – Санкт-Петербург, 2011. – 219 с.
29. Туркова, Д.С. Проблемы современной экономики // Фондовые рынки. Влияние на них глобальных кризисов. – 2013. – № 13. – С.55–61.
30. Тьюлз, Р.Д. Фондовый рынок / Р.Д. Тьюлз, Э.С. Брэдли. – М.: Инфра-М, 1997. – № 12 – 648 с.
31. Федорова, Е.А. Оптимизация инвестиционного портфеля методом неприятия потерь на примере российского фондового рынка / Е.А. Федорова, А.В. Титаренко // Экономика и математические методы. – 2014. – №1. – С. 80–90.
32. Фетисов, Г.Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России в условиях глобализации: национальный и региональный аспекты / Г.Г. Фетисов. – М.: Экономика, 2006. – 416 с.
33. Чайка, А.А. Регулирование фондового рынка в условиях финансового кризиса / А.А. Чайка, Е.А. Голяшина. / Молодой ученый. – 2015. – №10. – С. 837–840.
34. Чалов, А.Н. Региональный фондовый рынок: состояние и перспективы развития / А.Н. Чалов, С.А. Свирин / Деньги и кредит. – 2000. – №7. – С. 46–49.
35. Шарп, У.Ф. Инвестиции / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бэйли/ пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1998. – №12. – 1028 с.
36. Barton, Biggs Hedgehogging / Barton Biggs. - М.: John Wiley and Sons, Ltd, 2017. – pp.320.
37. Gordon J. Alexander, William F. Sharpe, Jeffery V. Bailey. Fundamentals of Investments. Prentice Hall, 2000. pp.782.

38. Grantham J. // Speech at the Annual Benjamin Graham and David Dodd Breakfast, 2009.
39. Jenkinson T., Jones H. Bids and allocations in European IPO bookbuilding // The Journal of Finance, No.5, 2004. pp. 2309–2338.
40. Keynes J. // Essays in Persuasion, 1932. pp.396.
41. Mynski H. // The Financial Instability Hypothesis, 1992.
42. Roach Stephen // WSJ Reporter Jon Hilsenrath Is The Chairman Of The Fed. Business Insider, 25.07.2012.
43. www.cbr.ru – официальный сайт ЦБ РФ.
44. www.minfin.ru – официальный сайт Министерства Финансов РФ.
45. www.finanz.ru – Московская биржа. Индексы РТС, ММВБ.
46. www.finanz.ru – Инфляционные ожидания и потребительские настроения населения. Банк России. Ноябрь 2017, № 11.
47. www.smart-lab.ru/qbf – Московская биржа. Анализ QBF.
48. www.cbonds.info – Cbonds.
49. www.expert.ru – Зампред ЦБР Сергей Швецов.
50. www.reuters – Замминистра финансов РФ Владимир Колычев на Саммите Рейтер в Москве. 21 сентября 2017 года.
51. www.ideasp.ru – CEIC Data, Росстат, расчёты Института "Центр развития" НИУ ВШЭ.
52. www.Bloomberg.com.