

## ФОНДОВЫЙ РЫНОК РОССИИ И ЕГО РОЛЬ В ФОРМИРОВАНИИ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ

© 2015 Абузярова Эльвира Ринатовна

Самарский государственный экономический университет

443090, г. Самара, ул. Советской Армии, д. 141

E-mail: abuzyarova.elvira@mail.ru

Рассмотрен процесс взаимодействия реального сектора и фондового рынка в условиях современной российской экономики. Показано несовершенство существующего механизма распределения финансовых ресурсов через фондовый рынок. Выявлены причины и последствия недофинансирования предприятий реального сектора экономики.

*Ключевые слова:* фондовый рынок, реальный сектор, инвестиции, “бегство” капитала, капитализация, финансовый кризис.

Тенденции, сложившиеся в современной экономике, привели к тому, что финансовый рынок, а также его фондовый сегмент подверглись существенным изменениям. В то же время явление глобализации повлекло за собой усиление зависимости реального сектора экономики от международных финансовых центров. Сами же локальные фондовые рынки получили колоссальный приток денежной массы от экспортной выручки, активизировался обмен информацией между экономическими агентами - участниками фондового рынка. В силу вышеперечисленных причин увеличилась вероятность проведения спекулятивных операций на финансовых рынках.

В настоящее время российский фондовый рынок уже является неотъемлемым элементом системы развивающихся рынков<sup>1</sup>. Положительные новости, поступающие извне, могут вызвать на отечественном рынке рост цен на ценные бумаги, в то время как отрицательные будут провоцировать падение котировок.

Также произошло усиление взаимосвязи фондового рынка с реальным сектором экономики и макроэкономическими показателями, отражающими его развитие. В частности, промышленный рост, как правило, выражается в росте котировок, девальвация отечественной валюты приводит к оттоку капитала с фондового рынка и т.д.

Соответственно, изменения, имеющие место на фондовом рынке, не могли не отразиться и на реальном секторе экономики России. Как результат, возросла волатильность цен, реакция рынка на экономические шоки стала более острой и непредсказуемой. В то же время известно,

что именно производство в реальном секторе экономики является основным источником обеспечения экономического роста в стране. Это актуализирует проблему исследования взаимосвязи между фондовым рынком и реальным сектором экономики, а также роли фондового рынка в формировании финансовых ресурсов реального сектора экономики.

В данном направлении выполнен ряд исследований такими учеными-экономистами, как: Й. Шумпетер, Д. Блюм, М. Фридман, Дж. Р. Хикс, Дж. Харвей, Х. Мински, Дж. Тобин, Р. Гутман, А. В. Бузгалин, Г. Г. Чибриков, А. Е. Дворецкая, Н. М. Розанова, К. А. Хубиев, Б. Б. Рубцов, М. И. Столбов и др.

Традиционно в экономической науке реальный сектор экономики определяется как совокупность отраслей, производящих материальные и нематериальные товары и услуги, за исключением финансово-кредитных и бюджетных операций.

Термин “фондовый рынок” часто применяется в современной экономической литературе как синоним термина “рынок ценных бумаг” или как узкое определение понятия “финансовый рынок”. Тем не менее ряд авторов считают необходимым определять фондовый рынок именно как рынок долгосрочных ценных бумаг: акций и облигаций, т.е. инструментов, предназначенных для финансирования инвестиций в основной капитал<sup>2</sup>.

В общих словах можно говорить о том, что роль фондового рынка заключается в аккумуляции финансовых ресурсов, необходимых экономическим агентам (фирмам, предприятиям и

т.д.) в процессе производства. То есть фондовый рынок представляет собой основу для материальной сферы производства, откуда в реальный сектор экономики поступают финансовые ресурсы.

В настоящее время трудно представить финансирование деятельности реального сектора экономики без привлечения заемных средств. В частности, это оправдано невысокими (по сравнению с финансовым сектором) показателями рентабельности, наблюдаемыми в реальном секторе<sup>3</sup>. Длительные сроки окупаемости производства делают затруднительным стабильное развитие, основанное только на применении собственных средств.

Иными словами, эффективно работающий фондовый рынок должен способствовать мобилизации и распределению финансовых ресурсов между наиболее эффективными с экономической точки зрения проектами (в том числе связанными с инновациями)<sup>4</sup>, а также позволять экономическим агентам - инициаторам этих проектов диверсифицировать риски, связанные с неопределенностью инновационной деятельности.

В процессе выявления роли фондового рынка в формировании финансовых ресурсов реального сектора экономики можно выделить ряд функций фондового рынка:

- аккумуляция временно свободных финансовых ресурсов с последующей трансформацией сбережений экономических агентов в инвестиции;
- перераспределение капитала между сферами экономики<sup>5</sup>;
- формирование рынка инвестиций и финансовых инструментов<sup>6</sup>;
- предложение ликвидности;
- перераспределение риска<sup>7</sup>.

В контексте анализа роли фондового рынка в формировании финансовых ресурсов реального сектора экономики наиболее важной представляется способность финансового рынка перераспределять финансовые ресурсы для последующей их трансформации в инвестиции уже в реальном секторе. В течение последних лет вопрос о том, насколько эффективно российский фондовый рынок выполняет свою “перераспределительную функцию”, находился в центре дискуссии российских экономистов.

Единое мнение по данному вопросу отсутствует. В частности, такие авторы, как Я.М. Миркин, Р.В. Федоров, Н.Б. Козлов и др., считают,

что российский фондовый рынок не осуществляет эффективного перераспределения ресурсов в реальный сектор. Более того, его интеграция в процессы развития реального сектора экономики недостаточна.

Другая группа российских авторов (Ю.А. Данилов, В.Р. Евстигнеев, В.А. Иванюк, И.А. Тарасова, М.К. Осипова и др.) придерживаются точки зрения, что российский фондовый рынок переживает период своей нормализации. Его уровень интеграции с реальным сектором достаточно высокий, что позволяет фондовому рынку эффективно передавать инвестиционные ресурсы в реальный сектор.

Можно выделить также и компромиссную точку зрения о том, что у российского фондового рынка сформировался ресурсный потенциал для выполнения своей “перераспределительной функции”. Но этот потенциал слабо используется отечественными предприятиями в силу низкого качества корпоративного управления и непрозрачности отчетности предприятий<sup>8</sup>.

Несмотря на то, что экономисты, анализирующие работу фондового рынка, часто рассматривают рост интеграции фондового рынка и реального сектора как положительное явление, следует упомянуть также и о возможной негативной стороне такой взаимосвязи. В частности, мировой финансовый кризис 2008-2010 гг. выявил негативные стороны интеграции реального сектора и финансового рынка. Кризисные явления, зародившиеся на финансовом рынке, распространились впоследствии на реальный сектор экономик стран мира.

Кроме того, современные авторы указывают на негативные последствия работы на фондовых рынках так называемых “спекулянтов”. В частности, подчеркивая то, что спекулянты не способны предугадать “справедливую цену” актива, а следовательно, их действия будут повышать неопределенность на фондовом рынке. Этот подход отличается от более ранней оценки деятельности спекулянтов М. Фридменом, который рассматривает спекулятивные действия на рынке как элемент саморегулирующейся системы<sup>9</sup>.

Для российской экономики характерна ситуация, когда имеется достаточно большой уровень валовых накоплений (который в том числе должен “перераспределять” фондовый рынок) при низком уровне инвестиций. При этом наблюдается существенный вывоз капитала экономически-

## Показатели эффективности финансового рынка России в 2007-2013 гг.

| Показатели   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Номинальный ВВП, млрд руб.                           | 33 248 | 41 277 | 38 807 | 46 309 | 5580   | 62 599 | 66 190 |
| Масштаб рынка  | 50 761 | 35 296 | 48 352 | 58 993 | 62 132 | 67 966 | 76 298 |
| Масштаб рынка по отношению к ВВП, %                  | 153    | 86     | 125    | 127    | 111    | 109    | 115    |
| Всего привлечено средств нефинансовыми предприятиями | 9624   | 12 777 | 13 151 | 14 452 | 20 057 | 22 243 | 23 155 |
| Коэффициент эффективности                            | 0,19   | 0,36   | 0,27   | 0,24   | 0,29   | 0,3    | 0,3    |

ми агентами за границу, где он вкладывается в зарубежные активы.

В России уже принято говорить о “бегстве” капитала, т.е. об ускоренном перемещении из одной страны (России) в другую (за рубеж) достаточного серьезных объемов краткосрочных ссудных капиталов. В частности, в 2014 г. показатель чистого оттока капитала для российской экономики составил 151 млрд долл. Экономическая мотивация всегда присутствует в механизме поведения собственника или владельца “бежавшего” капитала, и его поведение в отношении размещения капитала вне пределов России предопределяется именно экономической мотивацией<sup>10</sup>.

Значит, в настоящее время экономические агенты не видят эффективного применения капиталу в России (в том числе и на фондовом рынке). Этот факт говорит в пользу мнения о том, что российский фондовый рынок недостаточно хорошо справляется с функцией перераспределения финансовых средств и трансформации их в инвестиции.

Анализируя роль фондового рынка (в качестве составной части рынка финансового) в формировании инвестиционных ресурсов для развития реального сектора, следует упомянуть такой показатель, как относительный масштаб рынка. Этот показатель может быть представлен как отношение активов финансового рынка к ВВП (см. таблицу).

Несмотря на свою позитивную динамику, показатель относительного масштаба финансового рынка (и фондового рынка в его составе) далек от показателей более успешных развивающихся стран, для которых этот показатель достигает значения в 250 %. Для развитых стран средние значения данного показателя составляют 300-350 %.

В свою очередь, коэффициент эффективности финансового рынка являет собой долю ресурсов, предоставленных реальному сектору экономики в общем объеме рынка. Динамика этого показателя, на наш взгляд, неоднозначна на фоне позитивной динамики банковского кредитования. Это связано, в числе прочего, и с тем, что в 2008 г. наблюдалось резкое падение капитализации рынка акций, что привело к сокращению масштабов рынка и, как следует из методики расчета показателя, к росту коэффициента эффективности. С последующим за 2008 г. восстановлением капитализации фондового рынка показатель эффективности начал снижаться.

За последние годы капитализация российского рынка акций демонстрирует отрицательную динамику (рис. 1). Такая динамика отчасти связана с волатильностью цен на нефть и обстановкой на фондовых биржах в США, Евросоюзе и Китае. Кроме того, на российском фондовом рынке продолжает иметь место структурная концентрация<sup>11</sup>. Доля десяти наиболее капитализирован-

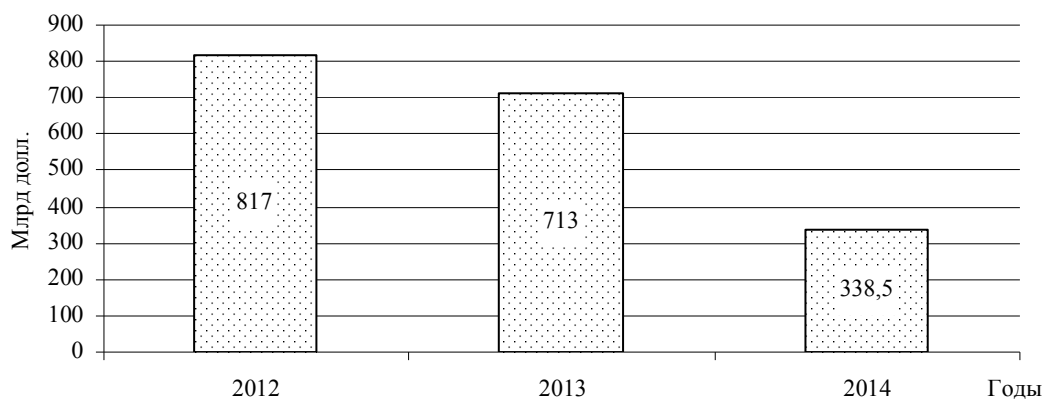
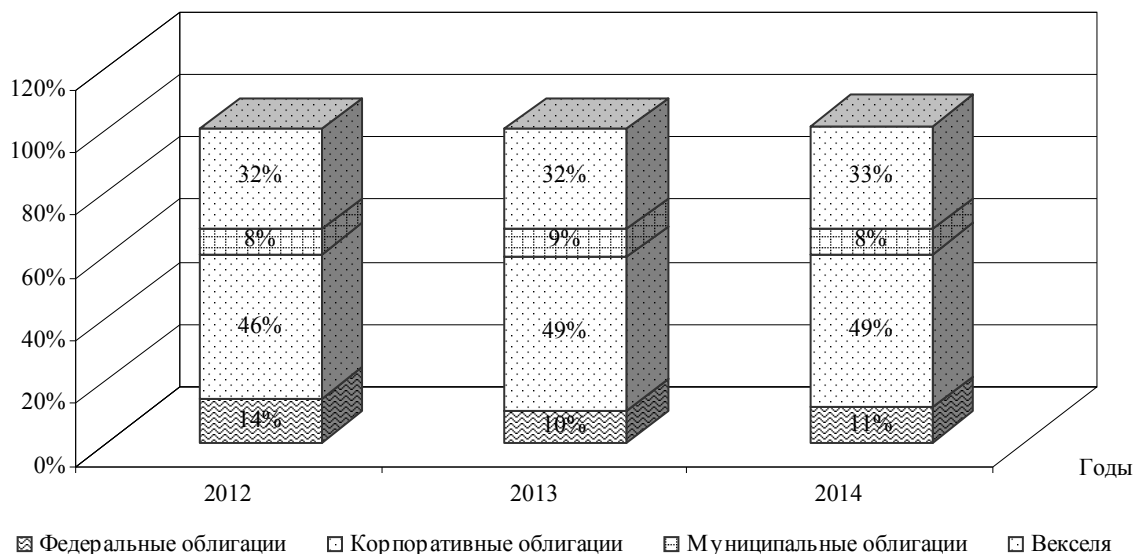


Рис. 1. Динамика капитализации российского рынка акций за период 2012-2014 г.



**Рис. 2. Структура российского рынка облигаций**

ных эмитентов составляет 61 % (62 % по итогам 2013 г.). Это, прежде всего, акции компаний нефтегазовой отрасли, что свидетельствует о высокой зависимости российского фондового рынка от мировых цен на нефть.

Ценность применения эмиссии акций как источника привлечения финансовых ресурсов в производство, в отличие от облигационных займов, заключается в том, что характер изменения цен на них на рынке оказывает большее влияние на объемы привлекаемых средств. Например, компания, чьи акции на вторичном рынке поднялись в цене, получает эмиссионный доход. Этот эмиссионный доход компания может использовать на различные цели (расширение производства, захват новых рынков сбыта, увеличение уставного фонда и др.).

В структуре рынка облигаций за последние годы существенных изменений не наблюдалось (рис. 2). Однако очевидно следующее: в структуре отечественного долгового рынка наибольший объем за период 2012-2014 гг. занимают корпоративные облигации. Объяснить этот факт можно тем, что корпоративные облигации дают возможность обеспечить предприятиям доступ к рынку капитала без изменения и перераспределения собственности. На втором месте - векселя (33 %), динамика которых так и не оправилась от последствий финансового кризиса.

Значительную долю рынка корпоративных облигаций занимает финансовый сектор. Активность банков на рынке облигаций усложняет компаниям нефинансового сектора привлечение

средств через эмиссию публичных долгов. В структуре новых эмиссий в 2014 г. на банковский сектор пришлось более 46 %. Банки осуществляют эмиссию облигаций лишь с целью приумножения пассивной базы, тогда как для предприятий реального сектора это один из источников финансирования расширенного воспроизводства. Увеличение доли банков на рынке корпоративных облигаций уменьшает возможности привлечения средств компаниям нефинансового сектора. Несмотря на привлекательность корпоративных облигаций как инструмента вложений, они пока не получили значительного распространения у инвесторов.

Настоящая отрицательная динамика фондового рынка в России негативно сказывается на его роли в финансировании российских предприятий. Наступление кризисных явлений (мировой финансовый кризис 2008-2010 гг., резкие колебания цен на нефть, девальвация рубля и т.д.) нарушает финансовую стабильность, устойчивость к внешним и внутренним экономическим шокам на фондовом рынке.

Таким образом, можно говорить о том, что в настоящее время в России роль фондового рынка в предоставлении финансовых ресурсов реальному сектору экономики недостаточная. Во многом это связано с особенностями структуры привлекаемых предприятиями заемных средств. Подобная структура подразумевает более высокую долю банковских кредитов в системе перераспределения финансовых средств. В финансировании инвестиций для реального сектора вы-

пуск акций предприятиями играет незначительную роль.

В то же время следует осознавать, что для осуществления долгосрочного экономического роста привлекаемые в реальный сектор отечественные и иностранные инвестиции должны обеспечивать прирост чистых инвестиций. При этом увеличение капитализации фондового рынка само по себе не станет причиной возникновения эффективного инвестиционного механизма. Необходимо учесть качественные изменения фондового рынка, что, в свою очередь, требует изменений в самой структуре российской экономики.

---

<sup>1</sup> *Иванюк В.А., Тарасова И.А., Осипова М.К.* Моделирование тенденций финансового рынка в период спекулятивного роста // *Фундаментальные исследования*. 2013. № 6. С. 834.

<sup>2</sup> *Данилов Ю.А.* О мифах фондового рынка // Доклад на семинаре “Институциональные проблемы российской экономики”. Москва, 2003. С. 5.

<sup>3</sup> *Мануйлов К.Е.* Оценка роли финансового рынка в развитии реального сектора экономики // *Вестн. МГИМО-Университета*. 2012. № 2 (23). С. 141.

<sup>4</sup> *The Financial-Real Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence / D. Blum [et al.] // IEF Working Paper*. 2002. № 43. P. 8.

<sup>5</sup> *Гиблова Н.М.* Роль фондового рынка и место коммерческих банков в развитии экономики страны // *Банковские услуги*. 2012. № 7. С. 8.

<sup>6</sup> *Миловидов В.Д.* Философия финансового рынка // *Мировая экономика и международные отношения*. 2012. № 8. С. 5.

<sup>7</sup> *Мануйлов К.Е.* Теоретические аспекты оценки влияния финансового рынка на экономический рост в современных условиях : дис. ... канд. экон. наук. Москва, 2014. С. 18.

<sup>8</sup> *Иванов А.В.* Фондовый рынок и инвестиционные процессы в реальном секторе экономики // *Научные труды / Институт народнохозяйственного прогнозирования РАН*. 2005. № 3. С. 68.

<sup>9</sup> *Friedman M.* The Case for Flexible Exchange Rates. *Essays in Positive Economics*. Chicago, 1953. P. 175.

<sup>10</sup> *Вострикова Е.О., Мешкова А.П.* Анализ причин и масштабов бегства капитала из России // *Каспийский регион: политика, экономика, культура*. 2012. № 1 (30). С. 110.

<sup>11</sup> *Проблемы интеграции реального и финансового секторов экономики России / В.А. Мальгин [и др.] ; под ред. В.Г. Тимирясова, Г.Т. Гафуровой*. Казань, 2012. С. 46.

*Поступила в редакцию 05.07.2015 г.*