

*На правах рукописи*

**Евдокимова Татьяна Рашитовна**

**ОСОБЕННОСТИ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ  
ФОНДОВОГО РЫНКА И РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА  
В ТРАНСФОРМАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Специальность 08.00.01

Экономическая теория

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва - 2008

Работа выполнена на кафедре политической экономии экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор  
Хубиев Кайсын Азретович

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор  
Пивоварова Марина Александровна  
кандидат экономических наук  
Богомоллов Виктор Александрович

Ведущая организация: «МАТИ» - Российский государственный  
технологический университет  
им. К. Э. Циолковского

Защита состоится «26» ноября 2008 г. в 15 час. 30 мин. в ауд. 413 на заседании диссертационного совета Д 501.001.23 в Московском государственном университете им. М. В. Ломоносова по адресу: 119992, г. Москва, ГСП-2, Ленинские горы, МГУ, 2-ой учебный корпус, экономический факультет.

С диссертацией можно ознакомиться в читальном зале Научной библиотеки 2-го учебного корпуса МГУ им. М. В. Ломоносова.

Автореферат разослан «\_\_\_» октября 2008 г.

Ученый секретарь

Диссертационного совета Д 501.001.23

кандидат экономических наук, доцент

Л. В. Рой

## **ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ**

**Актуальность темы исследования.** Развитие экономики как сложной системы проявляется в ее структурных изменениях, охватывающих реальный и финансовый секторы. Фондовый рынок занимает в финансовом секторе особое место по своим масштабам и последствиям функциональных нарушений.

Процессы глобализации, в ходе которых происходит интеграция национальных экономик в мировую экономику, приводят к повышению степени взаимной зависимости фондового рынка и реального сектора, что доказал и наблюдаемый в настоящее время мировой экономической кризис.

Современная экономика характеризуется интенсивным развитием финансового сектора. Многократное опережение реального сектора финансовым обеспечивается развитием рынка вторичных активов. Процессы глобализации на фондовом рынке опережают глобализацию в реальном секторе. Новые технологии, характерные для постиндустриального общества (в первую очередь, информационные технологии) интенсивнее распространяются на фондовом рынке. В то время как блага, обеспечивающие благосостояние индивидов и общества, создаются в реальном секторе.

К числу актуальных проблем, не получивших в экономической науке теоретических решений, относятся вопросы содержания, характера и эффективности взаимодействия финансового и реального секторов. Актуальность темы, выбранной для диссертационного исследования, усиливается наложением на трансформационные процессы, происходящие в российской экономике, последствий мирового финансового кризиса.

**Степень научной разработанности проблемы.** По мере эволюции экономической теории взаимодействие реального и финансового секторов исследовалось К. Марксом, Р. Гильфердингом, Й. Шумпетером, Дж. М. Кейнсом, Дж. Р. Хиксом, Дж. Харвеем. Современный анализ взаимосвязи реальной сферы экономики и фондового рынка представлен работами Х.

Мински, Т. Пэлли, Дж. Кротти, Дж. Тобина, М. Бинсвангера, Дж. Стиглица, Х. Гессе, Б. Брааша, М. Гейне, Х. Херра, Б. Эмундса, К. Цинна, Э. Альтфатера, Р. Гутмана, Л. Менкова, Н. Толксдорфа. Значительный вклад в исследование связей между финансовым и реальным секторами в 1990-е гг. XX в. и 2000-е гг. XXI в. внесли отечественные ученые А. В. Бузгалин, Ю. М. Осипов, Г. Г. Чибриков, К. А. Хубиев, А. А. Пороховский, В. В. Герасименко, В. В. Булатов, Ю. А. Данилов, А. Е. Дворецкая, Н. М. Розанова, Я. М. Миркин, Б. Б. Рубцов, Ю. С. Сизов, М. Ю. Маковецкий, В. А. Гамза, Д. В. Смыслов<sup>1</sup>.

Вместе с тем, не выработан единый критерий разграничения финансового и реального секторов. Их взаимодействие на микро - и макроуровне исследовано недостаточно. Место и роль фондового рынка в системе финансового сектора тоже не явились предметом специальных исследований. Недостаточно изучены вопросы различного характера взаимодействия двух секторов: взаимодополняемости, взаимозамещаемости и противоречивости.

**Цели и основные задачи исследования.** Цели проведенного в диссертации исследования состоят в определении сущности взаимодействия фондового рынка и реального сектора экономики и выявлении их общих закономерностей, а также особенностей данного взаимодействия в трансформационной экономике России.

Исходя из целей исследования, была сделана попытка решить следующие задачи:

- раскрыть особенности финансового и реального секторов на основе воспроизводственного критерия их разграничения и определить значение фондового рынка в финансовой системе;
- раскрыть характер взаимодействия фондового рынка и реального сектора через их комплементарность, субституциональность и противоречивость;

---

<sup>1</sup> Подробный список использованных работ приводится в библиографии диссертации.

- оценить роль первичного и вторичного фондовых рынков и сопоставить их значимость с точки зрения результативности в экономике и степени оказываемого влияния на реальный сектор;
- определить внутренние и внешние факторы, воздействующие на динамику развития российского фондового рынка, и оценить силу их воздействия;
- провести сравнительный анализ динамики развития фондового рынка и реального сектора в трансформационной экономике России;
- сопоставить их соотношение с аналогичными показателями других стран и оценить взаимосвязи между фондовыми рынками этих стран.

**Объект и предмет исследования.** Объектом исследования диссертационной работы выступают экономические отношения взаимодействия реального сектора и фондового рынка. Предметом исследования являются особенности проявления взаимодействия реального сектора и фондового рынка в трансформационной экономике России.

**Теоретическая основа и методологическая база исследования.** Теоретической базой исследования послужили фундаментальные концепции и гипотезы, подходы, представленные в классических и современных трудах отечественных и зарубежных ученых по проблемам развития фондового рынка, его роли и функций в экономике и взаимодействия с реальным сектором экономики.

Тема диссертации, ее цели и задачи определили методологию исследования. В работе применялись методы анализа и синтеза, системный метод, сравнительный анализ, статистические методы, экономико-математический и графический инструментарий.

**Информационно-статистическая база исследования.** В качестве информационной базы для исследования выступили статистические материалы Федеральной службы государственной статистики РФ, Центрального банка РФ, Московской межбанковской валютной биржи, Российской торговой системы, Всемирной федерации бирж, материалы аналитических и исследовательских сайтов, статистическая информация,

содержащаяся в научных публикациях, данные российской периодики, материалы научных и научно-практических конференций и семинаров.

**Научная новизна диссертационного исследования** заключается в следующем:

1. Обоснован и реализован воспроизводственный критерий разграничения финансового и реального секторов на микро - и макроэкономическом уровнях. Независимо от исходной формы инвестиций, их принадлежность к реальным или финансовым определяется путем выявления изменений функциональных форм капитала в процессе его кругооборота. К реальному сектору относятся сферы экономики, охваченные метаморфозом производительного капитала. Фондовый рынок как элемент финансовой системы охватывает метаморфозы вторичных активов и непосредственно в производстве благ не участвует.

2. Уточнена сущность взаимодействия реального сектора и фондового рынка в экономической системе. Определены и раскрыты понятия комплементарности, субституциональности, противоречивости во взаимодействии двух сфер: фондовый рынок и реальный сектор взаимно дополняют друг друга в экономике, когда первый является источником для расширенного воспроизводства; носят альтернативный характер при использовании ограниченных ресурсов; противоречиво взаимодействуют, когда развитие одного сектора осуществляется за счет вытеснения другого (эффект вытеснения).

3. Определены особенности первичного и вторичного уровней взаимодействия фондового рынка и реального сектора. Ключевая роль в привлечении инвестиций в реальный сектор экономики принадлежит первичному рынку ценных бумаг, выступающему прямым источником их финансирования посредством осуществления эмиссии. Характер и динамика изменений курсов ценных бумаг на вторичном рынке также способны оказывать влияние на реальный сектор через дополнительную эмиссию и влияние на инвестиционную привлекательность.

4. Выделены внутренние и внешние факторы, воздействующие на динамику развития российского фондового рынка за период 1995 – 2007 гг., дана оценка степени их воздействия на главный сводный показатель стоимости российских ценных бумаг и ранжирование в порядке значимости. Обосновано расчетами, что основными факторами, на которые реагирует российский фондовый рынок, выступают монетизация российской экономики и показатели банковской ликвидности, динамика цен на нефть, и в меньшей степени индикаторы ликвидности международных финансовых рынков и индексы зарубежных фондовых бирж.

5. Раскрыт характер взаимодействия фондового рынка и реального сектора в трансформационной экономике России. Выявлены деформации экономической структуры и недостаточная эффективность функционирования фондового рынка в перераспределении капитала. Анализ факторов, воздействующих на динамику фондового рынка России, показывает, что фондовый рынок в большей степени подвержен влиянию со стороны реального сектора российской экономики (выражаемому в изменении котировок как реакции на события в корпоративном секторе, становящиеся достоянием гласности), чем оказывает ощутимое влияние на состояние всего реального сектора. Взаимодействие между секторами в трансформационной экономике характеризуется тем, что не сложился эффективный механизм превращения государственных и частных сбережений в реальные инвестиции.

6. Проведен сравнительный анализ соотношения и взаимосвязи фондовых рынков и реальных секторов России и ряда других стран, а также дана оценка взаимосвязи фондовых рынков России и США. Дополнительно аргументированы выводы об отсутствии прямой связи между динамикой показателей фондового рынка и темпами экономического роста и в развитых, и развивающихся странах. Аналогичная тенденция отсутствия прямой связи прослеживается в России, за исключением периодов циклических кризисов в экономике, когда связь между секторами характеризуется прямой

зависимостью. Зависимость между фондовыми рынками России и США также становится сильнее в период мировых финансовых кризисов, что подтвердил мировой кризис 2008 г.

**Теоретическая и практическая значимость работы.** Теоретическая значимость заключается в расширении научных представлений о характере взаимодействия реального сектора и фондового рынка в экономической системе. Практическая значимость состоит в возможности использования ряда выводов диссертации в экономической практике – в сфере внутренней государственной политики и международного финансового регулирования. Материалы диссертационного исследования могут быть использованы в преподавании ряда учебных дисциплин: «Макроэкономика», «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции».

**Апробация исследования.** Основные положения научного исследования были представлены на конкурсах и научных и научно-практических конференциях: Конкурс научных работ студентов ВУЗов республики Башкортостан 2002 г. и 2004 г. (Уфа, 2002, 2004), Всероссийская научно-практическая конференция «Формирование механизма экономического роста в Российской Федерации и Республике Башкортостан в координатах мирового развития» (Уфа, 2004), Всероссийская конференция «Конкурентоспособность регионов: факторы и стратегии управления» (Уфа, 2006), Всероссийская научно-практическая конференция «Институционализация социально-экономического развития региона» (Набережные Челны, 2006), Международная научно-практическая конференция «Актуальные проблемы социально-экономического развития России» (Сочи, 2007), Международная конференция студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2007», «Ломоносов-2008» (Москва, 2007, 2008).

**Публикация результатов исследования.** По теме исследования опубликовано 13 работ общим объемом 3 п. л., в том числе 2,9 п. л. лично



автора, включая 1 работу в журнале, рекомендованном ВАК, объемом 0,9 п. л.

**Структура диссертации.** Структура диссертационной работы определена целями и задачами исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений.

**Введение.**

**Глава 1. Единство и специфические особенности реального и финансового секторов в экономической системе.**

1.1 Экономика как целостная система.

1.2 Особенности реального сектора.

1.3 Особенности финансового сектора. Фондовый рынок в финансовой системе.

**Глава 2. Функциональное взаимодействие фондового рынка и реального сектора в воспроизводственном процессе.**

2.1 Прямые и обратные связи фондового рынка и реального сектора.

2.2 Проблема комплементарности, субституциональности и противоречивости развития двух сфер.

**Глава 3. Особенности взаимодействия фондового рынка и реального сектора в трансформационной экономике.**

3.1 Деформации экономической структуры в трансформационной экономике и проблемы их преодоления.

3.1.1 Состояние реального сектора российской экономики.

3.1.2 Развитие фондового рынка в России.

3.1.3 Определение факторов, влияющих на динамику фондового рынка.

3.1.4 Взаимосвязи развития фондового рынка и реального сектора.

3.2 Направления эффективного взаимодействия реального сектора и фондового рынка.

**Заключение.**

**Библиография.**

**Приложения.**

## **ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАБОТЫ**

### **1. Финансовый и реальный сектора: критерий разграничения**

В экономике, представляющей собой сложную систему, особая роль принадлежит реальному и финансовому секторам.

Первичную роль в экономике играет производство. Реальный сектор формируют сферы экономики, которые производят блага – товары и услуги, удовлетворяющие человеческие потребности - как фундаментальное условие жизнедеятельности человека и общества. При этом реальный сектор с необходимостью взаимодействует с финансовой системой, которая включает в себя денежный рынок, банковскую систему, фондовый рынок.

В экономической науке не сложилось еще четкого разграничения между понятиями реального и финансового секторов. Воспроизводственный подход, позволяющий разграничить финансовый и реальный сектора, с нашей точки зрения, является наиболее плодотворным.

Инвестиции в экономике, как правило, осуществляются в денежной форме, при этом деньги могут расходоваться на покупку и ценных бумаг, и элементов производительного капитала. Основным критерием отличия этих инвестиций друг от друга выступает то, сопровождается ли процесс движения денежной формы инвестируемого капитала встречным потоком элементов производительного капитала. Если такое встречное движение есть, то инвестиции, начинающиеся в денежной форме, становятся элементами реального капитала. Если оно отсутствует, денежная форма инвестируемого капитала завершает свой кругооборот, обмениваясь на вторичные активы, и не превращается в элементы производительного капитала. Характер инвестиций, таким образом, определяется не исходной формой движения, а содержанием кругооборота функциональных форм капитала.

В соответствии с воспроизводственным подходом, например, инвестиционные расходы банков при лизинге представляют собой реальные

инвестиции - хотя сами банки не относятся к реальному сектору экономики. При завершении всего цикла лизинговых отношений изменения происходят в реальном секторе, а не только в финансовом<sup>2</sup>.

Можно привести и другой, противоположный пример. Покупка товаропроизводящими фирмами государственных ценных бумаг на вторичном рынке с целью дальнейшей продажи и получения прибыли не является реальной инвестицией, хотя средства расходуются предприятиями реального сектора. Вложение в ценные бумаги относится к финансовым инвестициям, если такие вложения осуществляются исключительно с целью получения спекулятивной прибыли путем купли – продажи ценных бумаг.

Финансовые инвестиции в акции, облигации, векселя, деривативы и другие финансовые инструменты сами по себе не дают приращения реального капитала, не обеспечивают прироста основного и оборотного капитала как капиталобразующие инвестиции. Но средства, вырученные в будущем от реализации ценных бумаг, могут быть инвестированы в производство, строительство, другие отрасли народного хозяйства, использованы на приобретение основных фондов, пополнение оборотных средств. В данном случае финансовые активы становятся реальными инвестициями. Вопрос об отнесении тех или иных сделок и потоков к реальному или финансовому сектору сводится к тому, как именно денежные ресурсы используются в экономике, а не какова их исходная форма.

Инвестиции на микроуровне подразумевают расходование активов с целью увеличения прибыли (эти инвестиции могут оказаться и реальными, и финансовыми). Деление инвестиций на реальные и финансовые имеет решающее значение и на макроэкономическом уровне. Прибыльность инвестиций, обеспечиваемая за счет государственных ценных бумаг,

---

<sup>2</sup> См. Рыночная система России: эволюция экономической роли государства / Под ред. А. А. Пороховского. - М.: экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2001. – 342 с. С. 200-201; Трансформационная экономика России: Учеб. Пособие / А. В. Бузгалин, В. В. Герасименко, З. А. Грандберг и др.; Под ред. А. В. Бузгалина. – М.: Финансы и статистика, 2006. – 616 с.: ил. С. 383-384.

выступает экономическим благом для внутренних или зарубежных инвесторов. Но гипертрофированное развитие финансового сектора может способствовать и усилению спада или торможению роста в реальном секторе экономики, что проявилось при финансовом кризисе 1998 г.

Основу экономической системы формирует реальный сектор. При этом финансовый сектор также является необходимым для ее функционирования. Но развитие финансового сектора в экономике должно обеспечивать условия для развития реального сектора экономики, а не наоборот, так как главные критерии эффективного развития экономики - экономический рост и повышение конкурентоспособности как на уровне фирм, так и на уровне национальной экономики.

Финансовый сектор – это громоздкая и сложная система, включающая в себя ряд рынков: фондовый, денежный, страховой, валютный и другие. Поэтому рассмотрение всей этой системы во взаимодействии с реальным сектором в рамках отдельного исследования невозможно. Наше исследование будет ограничено взаимодействием фондового рынка с реальным сектором.

## **2. Формы взаимодействия фондового рынка и реального сектора**

С развитием и усложнением экономической системы и структуры экономических отношений меняются формы, цели и условия взаимодействия участников реального сектора и финансового сектора и, соответственно, включенного в него фондового рынка. Реальный сектор и фондовый рынок могут выступать как комплементы, субституты в экономике, либо они могут состоять в функциональном противоречии друг к другу.

Комплементарность реального сектора и фондового рынка заключается в их взаимном дополнении друг друга в экономике в ситуации, когда для полноценного развития экономики необходимо присутствие и участие обоих элементов одновременно. Взаимосвязь реального сектора и фондового рынка обусловлена общностью интересов и целей их участников, к которым относятся увеличение прибыли, доли рынка, рост капитализации, повышение

конкурентоспособности. Реализация этих целей для одного субъекта возможна только при взаимодействии с другим участником. Для расширения доли рынка, повышения конкурентоспособности реального сектора необходимы дополнительные финансовые ресурсы, которые могут быть предоставлены субъектами финансового рынка путем кредитования реального сектора и осуществления других активных операций.

Реальный сектор и фондовый рынок могут быть альтернативными по отношению друг к другу, выступая субститутами для экономических агентов. Замещение имеет место, когда инвесторы вкладывают свои свободные ресурсы в те или иные активы – реальные или финансовые – исходя из соотношения доходности и риска, а изменения в секторах приводят к соответствующему изменению в структуре активов в экономике. В данном случае существует выбор между вложением свободных средств только в реальные активы, либо только в финансовые активы, либо в определенную комбинацию тех и других, исходя из определенных критериев. В зависимости от степени соответствия критерию (доходности или риска, например), один из активов может полностью замещать другой. В этой ситуации вложение ресурсов в тот или иной сектор носит альтернативный характер, а сектора относительно независимы друг от друга.

Реальна также ситуация, когда развитие и функционирование одного из секторов негативно отражается на другом, и оба они не могут эффективно развиваться одновременно – имеет место их противоречивое взаимодействие. В российской экономике сложилась ситуация, когда при недостатке долгосрочных ресурсов в реальном секторе бездействующие финансовые ресурсы все-таки имеются, о чем свидетельствуют значительный уровень валовых накоплений в экономике (особенно государственных) при низком уровне инвестиций, и существенный вывоз капитала за границу, что говорит о том, что этому капиталу не находится эффективного применения в России и он уходит за рубеж и вкладывается в зарубежные активы. Таким образом, вследствие наличия сверхнакоплений в государственном секторе и

инвестирования его за пределами национальной экономики происходит недоинвестирование национальной экономики.

### **3. Влияние первичного и вторичного фондового рынка на состояние реального сектора экономики**

Эффективно работающий фондовый рынок, как составная часть финансового рынка, служит поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики, и ключевую роль в этом играет первичный рынок ценных бумаг.

Первичный фондовый рынок охватывает сделки, при которых финансовые средства, предназначенные для инвестиций, поступают непосредственно инвестору, привлекающему таким способом капитал; именно он отражает объемы и пути направления инвестиций. Вторичный рынок во много раз превосходит первичный рынок по объему производимых операций, но не влияет прямо на размер сбережений и инвестиций в стране, отвечая лишь за постоянное перераспределение денежных ресурсов, уже мобилизованных через первичный рынок.

Первичный рынок служит источником инвестиций, если эмитентами являются организации реального сектора. Вторичный рынок ценных бумаг выполняет информационную функцию в экономике, так как может отображать на динамике котировок ценных бумаг события и процессы, происходящие в реальном секторе экономики, в том числе позволяет предвидеть возможность «перегрева» экономики.

Вложение средств в ценные бумаги, уже обращающиеся на вторичном рынке, непосредственно не может повлиять на объем инвестиционных ресурсов, которыми будет располагать эмитент. Влияние курса уже размещенных ценных бумаг на производственную деятельность происходит лишь косвенно, когда благоприятная динамика котировок (или вообще их наличие) служит достаточным основанием для повышения рейтинга компании и позитивно отражаться на ее имидже. Но влияние котировок более ранних выпусков на новые выпуски ценных бумаг эмитента велико.

Преимущество использования эмиссии акций как источника привлечения ресурсов в производство, в отличие от облигаций, состоит в том, что характер изменения цен на них на рынке оказывает большее влияние на объемы привлекаемых средств. Компания, чьи акции на вторичном рынке поднялись в цене, получает эмиссионный доход и может использовать его на различные цели, направляя его в уставный или резервный фонды.

Средством измерения стимулов к инвестированию может выступить показатель Q Тобина, показывающий соотношение цен акций фирмы и восстановительной стоимости ее реального капитала. Компания, чьи акции торгуются на вторичном рынке, может влиять на рыночную цену своих акций и искусственно завышать ее по сравнению с действительной их стоимостью. В таком случае рынок может неправильно оценить акцию и исказить ее истинную цену. Когда этот показатель значительно превышает единицу, создается опасность переоценки рынком фирмы и образования «мыльного пузыря» акций, способного вызвать обвал рынка.

#### **4. Факторы, определяющие развитие и динамику российского фондового рынка**

Проблема взаимоотношений фондового и реального секторов выглядит особо во время экономического цикла. Экономический цикл в России сопряжен с трансформационным циклом, вызванным переходом экономики к рыночным методам развития. С началом рыночных реформ в России наступил период трансформационного спада.

За свою недолгую историю российский фондовый рынок переживал моменты как интенсивного роста, так и резких падений. Он постоянно подвергается воздействию различных факторов, вызывающих изменение котировок ценных бумаг. Фондовый рынок, будучи одним из важнейших источников финансовых ресурсов, особенно необходим российской экономике в период ее подъема.

Можно выделить основные экономические факторы, определяющие динамику российского фондового рынка на протяжении последних лет, в том

числе в отдельные периоды роста и снижения его основного индикатора – индекса РТС. Эти факторы делятся на внутренние (деловая активность в экономике, кредитно-денежная политика, инвестиционные риски) и внешние (международная экономика и финансовые рынки, конъюнктура мировых товарных рынков (нефть, металлы)). Согласно полученным в исследовании результатам, факторы, воздействующие на динамику фондового рынка в России распределяются в порядке убывания значимости таким образом: монетизация российской экономики и показатели банковской ликвидности, динамика цен на нефть (Brent), спрэд доходности государственных облигаций развивающихся стран к американским казначейским облигациям (EMBI+), спрэд доходности российских еврооблигаций к американским и облигациям развивающихся стран (EMBI+Rus), процентные ставки и индикаторы ликвидности международных финансовых рынков, американские фондовые индексы<sup>3</sup>.

Главным внутренним фактором, на который реагирует российский фондовый рынок, является показатель монетизации экономики. Несмотря на повышение этого показателя, что отразилось на росте капитализации фондового рынка, уровень монетизации экономики остается недостаточным. Уровень монетизации российской экономики в 3-5 раз ниже уровня монетизации в развитых странах и в 2-3 раза ниже, чем в развивающихся странах<sup>4</sup>.

Между тем в ходе исследований, посвященных динамике уровня монетизации, и ранее было обнаружено наличие прямой связи между темпами экономического роста и уровнем обеспеченности экономики денежными средствами, высокой положительной корреляционной зависимости между коэффициентом монетизации и показателем отношения

---

<sup>3</sup> Расчеты выполнены в программе MS Excel.

<sup>4</sup> См. Европин Д. Макроэкономисты – бизнесу: «Все будет хорошо – если ничего не случится» // Материалы Круглого стола «Инфляция, денежное предложение и экономический рост». Оpec.ru, 2007, 21 марта. [http://old-opec.hse.ru/library/article.asp?d\\_no=5775&c\\_no=19&c1\\_no=19](http://old-opec.hse.ru/library/article.asp?d_no=5775&c_no=19&c1_no=19).



выданных кредитов к ВВП в 1998 – 2006 гг. (коэффициент корреляции - 0,99), а также обратной связи между уровнями монетизации и инфляции<sup>5</sup>.

## **5. Взаимосвязь динамики развития реального сектора и фондового рынка в российской экономике**

С начала 1990-х гг. и вплоть до 1998 г. в российской экономике продолжался трансформационный спад, характеризовавшийся крайней неравномерностью в отраслевом разрезе. В наименьшей степени пострадали отрасли, обеспечившие себе экспортные рынки (сырьевые отрасли, алкогольное производство и т. д.), в наибольшей – отрасли, производящие конечную продукцию для внутреннего рынка. Опережающими темпами падало производство продукции высокой степени переработки. Таким образом, в процессе трансформации исходная диспропорциональность развития российской экономики, выражавшаяся в гипертрофированном развитии сырьевых отраслей, только усилилась. Возросла зависимость состояния экономики и бюджета страны от мировой конъюнктуры, что внесло дополнительный элемент риска в экономическую ситуацию.

Трансформационный спад закончился, когда, понеся неизбежные вследствие самого характера переходных преобразований потери, экономика страны перешла к устойчивому экономическому росту, достигла положительных результатов по всем параметрам. В России первые признаки экономического роста наметились к 1997 г., но это оказался «отложенный экономический рост», нарушенный кризисом 1998 г. В период 1992-1998 гг. все развитие российской экономики происходило на фоне глубокого инвестиционного кризиса, проявлявшегося в нехватке капиталобразующих инвестиций на рынке и нежелании внутренних и внешних инвесторов вкладывать средства в производственный (реальный) сектор экономики, причинами чего были инфляция, высокий рост процентных ставок при неадекватной низкой рентабельности производства, высокая рискованность

---

<sup>5</sup> Малкина М. Ю. Анализ динамики уровня монетизации экономики и особенностей денежно-кредитной политики в современной России // Финансы и кредит, 2007. № 34(274).

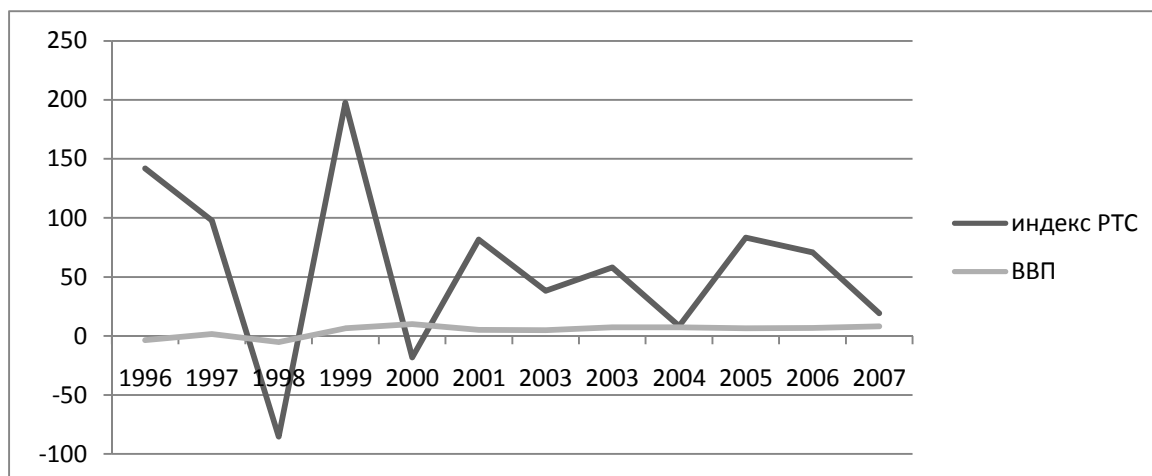
капиталовложений, продолжительные сроки их окупаемости по сравнению с вложениями в операции с ГКО, негативное влияние теневого сектора, беспрецедентный отток капитала за рубеж. Послекризисный период характеризовался следующими процессами: мобилизация конкурентоспособных мощностей, расширение внутреннего спроса на отечественные инвестиционные товары, опережающие темпы роста инвестиций в основной капитал по сравнению с динамикой ВВП.

Развитие российского фондового рынка в значительной степени было обусловлено действием внешних факторов (рост цен на энергоресурсы, рост сальдо торгового баланса, снижение процентных ставок на мировых финансовых рынках). Внутренние же проблемы и специфические диспропорции российского финансового рынка сохраняются (неравномерное распределение капитала, концентрирующегося главным образом в сфере ТЭК, высокие волатильность фондового рынка и рискованность вложений в финансовые активы).

Динамика темпов роста фондового рынка и ВВП свидетельствует о том, что доходность российского фондового рынка по сравнению с доходностью реального сектора экономики очень сильно колеблется в течение последних десяти лет, что свидетельствует о сохраняющейся высокой волатильности и неопределенности фондового рынка, а также рискованности вложений, даже если учесть высокую доходность в некоторые периоды.

В 1995 – 1997 гг. рост фондового рынка России происходил на фоне углубляющегося экономического спада, а экономический подъем 1999 – 2001 гг. не привел к сколь-нибудь адекватному росту индекса РТС. Наблюдалась отрицательная корреляционная зависимость. В период кризиса 1998 г. корреляционная зависимость между фондовым рынком и динамикой ВВП прослеживалась положительная. С 1999 г. по 2007 гг. она снова была отрицательная. Обнаруживается закономерность: связь фондового рынка и реального сектора становится сильной во время кризисов, но при сколь-

нибудь благополучном развитии экономики они уже либо слабо связаны, либо связаны отрицательной зависимостью.



**Рис. 1. Сравнение динамики ежегодных темпов роста ВВП России и индекса РТС<sup>6</sup>**

#### **6. Взаимосвязь развития фондовых рынков развитых и развивающихся стран и их соотношения с реальными секторами**

Сравнительный анализ соотношения и взаимосвязи фондовых рынков и реальных секторов в различных странах свидетельствует об отсутствии прямой связи между динамикой показателей фондового рынка и темпами экономического роста и в развитых, и развивающихся странах, в том числе и в России. Связь между секторами характеризуется прямой зависимостью, за исключением периодов циклических кризисов в экономике.

Тем не менее, обычно аналитики ориентируются на макроэкономические показатели, прогнозируя рост рынка. Вероятно, отсутствие явной зависимости и взаимосвязи объясняется тем, что фазы экономического и инвестиционного циклов не совпадают друг с другом.

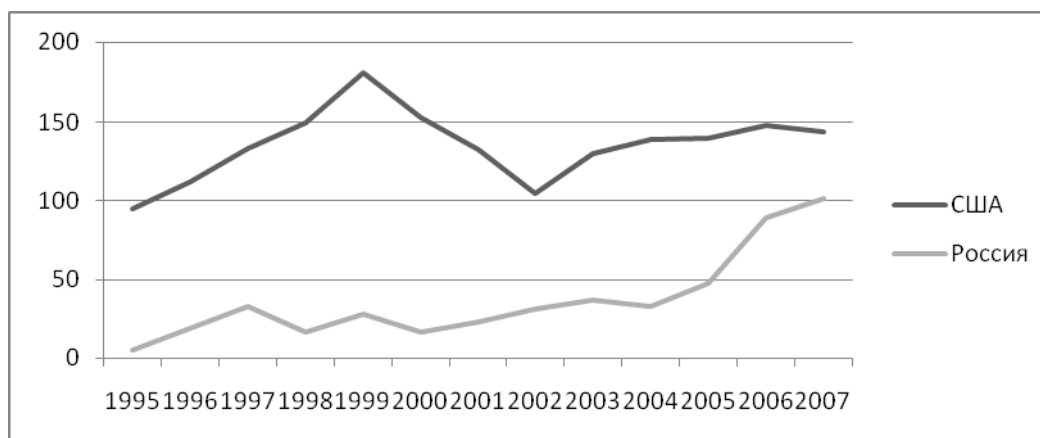
Конкурентоспособность фондового рынка в первую очередь отражается на капитализации. Формирующиеся рынки, к которым относится и российский рынок, характеризуются, как правило, невысокими

<sup>6</sup> Рассчитано по данным сайтов <http://www.gks.ru> (Федеральная служба государственной статистики России) и <http://www.stocks.investfunds.ru> (Информационный сервер Investfunds) на конец года к предыдущему периоду.

показателями капитализации фондового рынка по сравнению с развитыми странами. Уровень капитализации - не только отражение стоимости национальных компаний, но и результат конкуренции за деньги глобальных инвесторов.

В последние годы показатель отношения капитализации фондового рынка к ВВП в России резко повысился. В 2007 г. в России общая капитализация фондового рынка впервые превысила объем ВВП, составив уже 1 384 млрд. долл., отношение капитализации к ВВП выросло до 101%, что произошло за счет рекордного повышения котировок российских акций и беспрецедентного количества IPO.

Сравнительный анализ показателей отношения капитализации фондового рынка к ВВП в России и США показал, что размеры и фондового рынка, и ВВП в США более чем в 10 раз превышают аналогичные показатели в России. В США с 1996 г. капитализация фондового рынка всегда превышала объем ВВП. В России же превышение было отмечено только с 2007 г.



**Рис. 2. Сравнение показателей отношения капитализации фондового рынка к ВВП в России и США<sup>7</sup>**

Анализ взаимосвязи фондовых рынков России и США также показал, что связи между фондовыми рынками России и США есть, но проявляются

<sup>7</sup> Рассчитано по данным сайтов <http://www.world-exchanges.org/> (World Federation of Exchanges), <http://www.gks.ru> (Федеральная служба государственной статистики России) и <http://www.stocks.investfunds.ru> (Информационный сервер Investfunds).

они не всегда. Взаимосвязь становилась сильнее в период мировых фондовых кризисов, однако при устойчивом развитии фондовый рынок России становится менее зависимым от фондового рынка США.

Со второй половины 2007 г. начала нарастать неустойчивость на мировых финансовых рынках, вылившаяся в 2008 г. в мировые финансовые кризисы, отражающиеся негативно на российской экономике, находящейся до последнего времени под значительным воздействием иностранных инвесторов. Доля иностранных инвесторов на российском фондовом рынке по разным оценкам составляет 60-70% от общего числа<sup>8</sup>.

Процессы глобализации мирового хозяйства создают высокую степень взаимозависимости национальных финансовых рынков, вследствие их открытости внешнему миру, особенно увеличивающуюся в момент наступления кризиса. Кризис, наблюдаемый в настоящее время в 2008 г., является тому подтверждением. Массовый отток иностранных капиталов приводит к сокращению ликвидности в финансовом секторе, росту процентных ставок, сжатию денежной массы и, как следствие, депрессивному состоянию национальной экономики.

Глобальный характер взаимосвязей фондовых рынков выступает сильной стороной мировой экономики лишь в условиях стабильного развития. Наступление кризисных явлений в экономике нарушает финансовую стабильность, особенно на таком чувствительном рынке, как фондовый.

В настоящий момент российский фондовый рынок в большей степени подвержен влиянию со стороны реального сектора, чем оказывает на него влияние, в то время как главной его задачей является воздействие на экономику через привлечение инвестиций в реальный сектор.

Но о полноценном выполнении отечественным фондовым рынком своих функций в экономике говорить еще рано. Основу фондового рынка в

---

<sup>8</sup> См. Смыслов Д. В. Иностранный капитал на фондовом рынке России // Деньги и кредит, 2008. №1. С. 28-29.

России формирует всего несколько эмитентов, а его инструменты обычно используются для целей реструктуризации долга и перераспределения капитала среди акционеров, а не для инвестирования в развитие бизнеса и стимулирования экономического роста. Между тем, для обеспечения качественного экономического роста привлекаемые инвестиции должны обеспечивать рост чистых инвестиций. Самого по себе роста капитализации фондового рынка недостаточно для решения задачи создания инвестиционного механизма, ориентированного на поддержку реальной экономики. Необходимо учитывать не только количественные, но и качественные изменения фондового рынка, а для этого в первую очередь должна измениться структура экономики, а не фондовый рынок. В государственном регулировании фондового рынка акценты усилий должны быть сконцентрированы вокруг его звеньев, комплементарно связанных с реальным сектором.

**Основные положения диссертации опубликованы в следующих работах автора<sup>9</sup>:**

1. Сафина Т. Р. Финансовый и реальный секторы: подходы к оценке места и роли в экономике // Финансы и кредит, № 46(286) – 2007 декабрь. - 0,9 п. л.
2. Сафина Т. Р. Финансы в рыночной экономике (тезисы) // Конкурс научных работ студентов ВУЗов республики Башкортостан 2002 г.: Сборник материалов / Союз демократической молодежи Башкортостана. – Уфа, 2002. – 0,1 п. л.
3. Сафина Т. Р. Денежно-кредитная политика Банка России 1998-2003 годов: цели и результаты // Формирование механизма экономического роста в Российской Федерации и Республике Башкортостан в координатах мирового развития: Материалы всероссийской научно-практической конференции, 5-6 февраля 2004. Часть 2. – Уфа, 2004. – 0,2 п. л.

---

<sup>9</sup> В связи с вступлением в брак автор взяла фамилию Евдокимова.

4. Сафина Т. Р. Какой центральный банк нужен России? // Формирование механизма экономического роста в Российской Федерации и Республике Башкортостан в координатах мирового развития: Материалы всероссийской научно-практической конференции, 5-6 февраля 2004. Часть 2. – Уфа, 2004. – 0,2 п. л.
5. Сафина Т. Р. Модели оптимизации инвестиционного портфеля и их применение на российском фондовом рынке (тезисы) // Конкурс научных работ студентов ВУЗов республики Башкортостан 2004 г.: Сборник материалов / Союз демократической молодежи Башкортостана. – Уфа, 2004. – 0,1 п. л.
6. Сафина Т. Р. Возможности использования инструментов валютной политики России для поддержания конкурентоспособности и обеспечения экономического роста // Конкурентоспособность регионов: факторы и стратегии управления: Материалы всероссийской конференции, 28 февраля – 1 марта 2006 года. Часть 1. – Уфа, 2006. - 0,2 п. л.
7. Сафина Т. Р., Сафин Р. Р. Построение модели множественной линейной регрессии для оценки факторов экономического роста и конкурентоспособности республики Башкортостан // Конкурентоспособность регионов: факторы и стратегии управления: Материалы всероссийской конференции, 28 февраля – 1 марта 2006 года. Часть 1. – Уфа, 2006. - 0,2 п. л. (личный вклад - 0,1 п. л.)
8. Сафина Т. Р. Институциональные преобразования в переходной экономике: влияние на потенциал экономического развития // Сборник по материалам Всероссийской научно-практической конференции «Институционализация социально-экономического развития региона» 10-11 ноября 2006 г. Филиал Казанского государственного университета в г. Набережные Челны/редактор-составитель Э. Ф. Назмиев. – Казань: Казанский государственный университет им. Ульянова-Ленина, 2006. – 400 с. - 0,2 п. л.

9. Сафина Т. Р. Эмиссия ценных бумаг как источник финансирования инвестиций в реальный сектор // Актуальные проблемы социально-экономического развития России: Материалы Международной научно-практической конференции 31 января – 2 февраля 2007 г., Сочи. Часть 2. Краснодар: Кубанский гос. ун-т, 2007. 415 с. - 0,1 п. л.
10. Сафина Т. Р. Эволюция подходов к трактовке экономической сущности ценных бумаг и их связей с реальным капиталом (аннотация доклада) // Материалы XIV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» / Отв. ред. И. А. Алешковский, А. И. Андреев, П. Н. Костылев. Том IV. – М.: Издательство МГУ, ИТК «Дашков и Ко», 2007. – 560 с. - 0,1 п. л.
11. Сафина Т. Р. Эволюция подходов к трактовке экономической сущности ценных бумаг и их связей с реальным капиталом (доклад) // Материалы докладов XIV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» / Отв. ред. И.А. Алешковский, П.Н. Костылев. [Электронный ресурс] — М.: Издательский центр Факультета журналистики МГУ им. М.В. Ломоносова, 2007. - 0,1 п. л.
12. Сафина Т. Р. Взаимосвязи развития фондового рынка и реального сектора и их специфика в российской экономике // Материалы докладов XV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» / Отв. ред. И.А. Алешковский, П.Н. Костылев, А.И. Андреев. [Электронный ресурс] — М.: Издательство МГУ; СП МЫСЛЬ, 2008. - 0,1 п. л.
13. Сафина Т. Р. Взаимосвязь финансового и реального секторов: проблемы комплементарности, субституциональности и противоречивости их развития // Актуальные проблемы современной России на микро- и макроэкономических уровнях: Сборник научных работ аспирантов / Под ред. К. А. Хубиева – М.: Экономический факультет МГУ, ТЕИС, 2008. – 88 с. – 0,5 п. л.