

DOI: 10.24290/1029-3736-2026-32-1-128-150



ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ДЕТЕРМИНАНТЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В РОССИИ

К.Д. Дорцев, асп. кафедры экономической социологии и менеджмента социологического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова, Ленинские горы, 1, стр. 33, г. Москва, Российская Федерация, 119234*

Настоящая статья посвящена становлению и развитию в России фондового рынка (рынка ценных бумаг) как важнейшего элемента финансовой системы в условиях рыночной экономики. Автор подчеркивает, что функционирование фондового рынка (или фондовых рынков) в стабильной экономике имеет чрезвычайно большое значение для ее саморегулирования, а также выполняет важнейшие функции. Рынок ценных бумаг в нашей стране начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия Постановления Совета Министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. № 601 “Об утверждении Положения об акционерных обществах” и прошел в своем развитии четыре этапа. В целом же становление российского фондового рынка как началось, так и продолжалось по совершенно нестандартному для мировой практики пути. Сегодня российский фондовый рынок несмотря на свою относительную молодость тесно связан с политикой и мировой экономикой, где прямо или косвенно отражаются на стоимости активов (акций, облигаций и производных инструментов), а основной тенденцией развития фондового рынка России на современном этапе является рост его популярности, как инструмента управления личными финансами.

В статье подчеркивается, что понимание как динамики, так и детерминант развития фондовых рынков необходимо не только для понимания взаимосвязи между финансами и экономическим ростом, но также имеет важные последствия для политики, поскольку проливает свет на те области, в которых требуется вмешательство правительства для изменения экономической и институциональной среды.

Немаловажным фактором, определяющим развитие фондового рынка, является структура экономики, а устойчивые положительные темпы экономического роста ведут к появлению новых рынков, а также к расширению возможностей компаний для роста и получения прибыли, что служит стимулом для компаний получать финансирование за счет привлечения капитала для расширения операций. Кроме того, развитие фондового рынка требует глубокой и разнообразной базы инвесторов.

Однако важнейший блок поддержки и развития фондового рынка представляют институциональные факторы или детерминанты, к которым от-

* Дорцев Кирилл Дмитриевич, e-mail: k.dortsev@gmail.com

носятся широкий спектр таких факторов, как регулирование, затрагивающее публичных эмитентов ценных бумаг, рыночных посредников, управление активами, инструменты надзора и правоприменения, торговые платежи и системы расчетов, а также корпоративное управление и прозрачность. Применительно к развитию фондового рынка институциональные факторы можно сгруппировать в рамках следующих трех компонентов: нормативно-правовой базы, рыночной инфраструктуры, и “прочих” факторов, спектр которых значительно варьирует и которые детально анализируются в настоящей статье. В результате автор приходит к выводу о том, что решающее значение для развития фондовых рынков имеет стабильная макроэкономическая среда, а рациональная и предсказуемая макроэкономическая политика повышает доверие инвесторов к рынку и создает благоприятную среду для принятия инвестиционных решений.

Ключевые слова: рыночная инфраструктура экономики, финансовая система, фондовый рынок, факторы развития фондового рынка, институциональные детерминанты, механизмы регулирования фондового рынка.

INSTITUTIONAL DETERMINANTS OF STOCK MARKET DEVELOPMENT IN RUSSIA

Dortsev Kirill D., Postgraduate Student of the Department of Economic Sociology and Management, Sociological Faculty, Lomonosov Moscow State University, Leninsky Gory 1-33, Moscow, Russian Federation, 119234, e-mail: k.dortsev@gmail.com

This article is devoted to the formation and development of the stock market (securities market) in Russia as the most important element of the financial system in a market economy. The author emphasizes that the functioning of the stock market (or stock markets) in a stable economy is extremely important for its self-regulation, and also performs the most important functions. The securities market in our country began its formation in the first half of 1991 after the adoption of Decree of the Council of Ministers of the RSFSR No. 601 of December 25, 1990 N 601 “On approval of the Regulations on Joint-Stock Companies” and went through four stages in its development. In general, the formation of the Russian stock market both began and continued along a completely non-standard path for world practice. Today, the Russian stock market, despite its relative youth, is closely connected with politics and the global economy, where it directly or indirectly affects the value of assets (stocks, bonds and derivatives), and the main trend in the development of the Russian stock market at the present stage is its growing popularity as a tool for managing personal finances.

The article emphasizes that understanding both the dynamics and determinants of the development of stock markets is necessary not only to understand the relationship between finance and economic growth, but also has important policy implications, as it sheds light on those areas in which government intervention is required to change the economic and institutional environment.

An important factor determining the development of the stock market is the structure of the economy, and sustained positive economic growth leads to the emergence of

new markets, as well as to the expansion of companies' opportunities for growth and profit, which serves as an incentive for companies to receive financing by attracting capital to expand operations. In addition, the development of the stock market requires a deep and diverse investor base.

However, the most important block of support and development of the stock market are institutional factors or determinants, which include a wide range of factors such as regulation affecting public securities issuers, market intermediaries, asset management, supervisory and enforcement tools, trade payments and settlement systems, as well as corporate governance and transparency. With regard to the development of the stock market, institutional factors can be grouped into the following three components: regulatory framework, market infrastructure, and "other" factors, the range of which varies significantly and which are analyzed in detail in this article. As a result, the author concludes that a stable macroeconomic environment is crucial for the development of stock markets, and rational and predictable macroeconomic policies increase investor confidence in the market and create a favorable environment for making investment decisions.

Key words: market infrastructure of economy, financial system, stock market, stock market development factors, institutional determinants, stock market regulation mechanisms.

Важным результатом первых этапов рыночных реформ, инициированных в нашей стране в конце прошлого столетия, стала новая — рыночная структура российской экономики, включающая в себя как государственный, так и частный (негосударственный) сектора, а также такие важнейшие элементы как товарная и финансовая системы. В финансово-кредитном энциклопедическом словаре под редакцией А.Г. Грязновой под финансовой системой понимается «совокупность взаимосвязанных и взаимодействующих частей, звеньев, элементов, непосредственно участвующих в финансовой деятельности и способствующих ее осуществлению»¹. Финансовая система — это также «совокупность взаимосвязанных структурных элементов, как непосредственно участвующих в финансовой деятельности, так и способствующих ее осуществлению. С помощью данной системы субъекты экономики (прежде всего речь идет о домашних хозяйствах, предприятиях и органах государственной власти) имеют возможность получать финансовые средства, инвестировать свои сбережения, а также удовлетворять иные потребности, связанные с функционированием финансовой сферы»².

Ключевым элементом финансовой системы в условиях рыночной экономики является рынок финансов — «рынок кратко-,

¹ Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А.Г. Грязновой. М., 2002. С. 1021.

² Рябцев С.В. Понятие «финансовой системы» в современной теории финансов // Финансы и кредит. 2012. № 15 (495). С. 56–61.

средне- и долгосрочных кредитов, ценных бумаг, вкладов, срочных сделок и т.п.”³ Важнейшим сегментом финансового рынка выступает рынок ценных бумаг или фондовый рынок — “часть финансового рынка, где осуществляется эмиссия, купля-продажа ценных бумаг”⁴. Следует отметить, что данный рынок работает в системе финансового рынка в целом и испытывает воздействия не только со стороны внутренних факторов экономической и политической конъюнктуры страны, но и со стороны мирового финансового капитала.

Функционирование фондового рынка (или фондовых рынков) в стабильной экономике имеет чрезвычайно большое значение для ее саморегулирования. В развитом состоянии этот рынок выполняет следующие важнейшие функции.

Во-первых, предоставляет “площадку”, где финансовые инструменты используются для мобилизации сбережений в экономике и их последующей конвертации в инвестиционные ресурсы, направляемые в наиболее эффективные капиталовложения.

Во-вторых, осуществляет “перелив” капитала из одних сфер производства в другие, благодаря чему происходят структурные изменения в экономике в соответствии с новыми условиями спроса.

В-третьих, обуславливает значительную степень гибкости институциональной структуры экономики, поскольку акции и другие ценные бумаги используются для построения системы финансовой зависимости, участия в смежных хозяйственных и финансовых образованиях, формирования холдингов и т.п.

В-четвертых, выполняет важную роль в повышении уровня платежеспособности предприятий, поскольку в их портфеле всегда поддерживается гарантийный удельный вес ликвидных ценных бумаг.

В-пятых, служит тонким барометром конъюнктуры, изменения деловой активности в экономике и обществе в целом.

Помимо этого, фондовые рынки выполняют множество других функций, например, могут повысить эффективность финансовой системы за счет конкуренции между различными классами финансовых инструментов. Это, в свою очередь, может увеличить отдачу от сбережений для тех, кто сберегает, а также может снизить стоимость привлечения средств для заемщиков. Фондовые рынки также могут улучшить стандарты бухгалтерского учета и налогоо-

³ Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азриляна. М., 2000. С. 911.

⁴ Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азриляна. М., 2000. С. 910; Крикливец А.А., Сухомыро П.С. Основные дискуссионные проблемы и современные тенденции развития российского фондового рынка // Молодой ученый. 2012. № 51.

бложения, поскольку инвесторы запрашивают более качественную и обширную информацию для сравнения результатов деятельности различных корпораций.

Рынок ценных бумаг (РЦБ) в России начал свое формирование в первой половине 1991 г. после принятия Постановления Совета Министров РСФСР № 601 от 25 декабря 1990 г. № 601 “Об утверждении Положения об акционерных обществах”⁵ и “прошел” в своем развитии четыре этапа.

Для первого этапа (1991–1992 гг.) становления данного рыночного сектора в экономике России, который часто характеризуют как период “хаоса и анархии”, были характерны следующие процессы:

- 1) создание (еще в 1990 г.) первых открытых АО, выпустивших акции в открытую продажу с первичным размещением в 1991 г. (банк “Менатеп”, Российская товарно-сырьевая биржа, Московская фондовая биржа);
- 2) появление на биржевых торгах (в марте 1991 г.) государственных облигаций;
- 3) массовое создание АО и выпуск их акций в свободную продажу;
- 4) организация многочисленных бирж (в 1991 г.) и начало функционирования других институтов (инвестиционных компаний и др.) данного рынка (1992 г.).

К концу этого этапа в основном было закончено формирование первичной нормативной базы функционирования данного рынка. Постановление Совета Министров РСФСР № 78 от 28 декабря 1991 г. “Об утверждении Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР”⁶. Итогом этого этапа можно считать появление (к весне 1992 г.) всевозможных видов ценных бумаг со всеми возможными сроками действия, эмитированными в основном корпорациями и государством.

Формальными вехами второго этапа (1992 — 2-я половина 1995 г.) становления данного рынка, определяемого специалистами как “период спада с переходом в состояние застоя”, стала новая система приватизационного законодательства, а также создание и развитие организованного рынка государственных ценных бумаг. Именно в 1994 г. рынок ценных бумаг в России впервые стал

⁵ Об утверждении положения об акционерных обществах: Постановление Совмина РСФСР от 25. 12. 1990. № 601 // СП РСФСР. 1991. № 6. Ст. 92.

⁶ Об утверждении положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР: Постановление Правительства РСФСР от 28. 12. 1991. № 78 // Финансовая газета. 1992. № 5.

оказывать сильнейшее влияние на экономическое, и, даже, политическое развитие страны. Так, резкое расширение рынка ГКО в 1994 г. позволило, в определенной мере, уменьшить размер свободных денежных ресурсов, оказывавших негативное воздействие на соотношение курса рубля и доллара и на темпы инфляции. Резко увеличившийся размер сбережений населения спровоцировал появление значительного количества эмитентов (хотя и крайне низкой степени надежности), ориентированных на работу именно с физическими лицами. В 1994 г. впервые началось использование ценных бумаг (казначейских обязательств) для разрешения кризиса неплатежей. В этом же году иностранными инвесторами впервые были осуществлены крупные вложения в акции российских приватизированных предприятий.

Начало третьего этапа (1995–1997 гг.) формирования рынка ценных бумаг, именуемого “периодом бурного развития”, характеризовали следующие основные признаки:

- 1) появление (в 1994–1996 гг.) принципиально новой нормативной базы, определяющей институционально-регулятивные аспекты функционирования рынка ценных бумаг (вступление в силу ГК РФ и закона РФ “О рынке ценных бумаг”⁷, а также дополнения к нему в виде Указа Президента России от 7 июля 1996 г. № 1009 “О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг”⁸;
- 2) позитивные качественные изменения, связанные с дальнейшим становлением его инфраструктуры (появилось свыше 200 лицензированных регистраторов, шла подготовка к созданию центрального депозитария, имело место постепенное развитие кастодиальных услуг и т.п.).

Значимым отличием этого этапа являлось, кроме того, растущее его признание на международном уровне, а также доступ российских эмитентов к мировым финансовым рынкам. Относительная стабилизация курса рубля и замедление темпов инфляции, снижение доходности государственных ценных бумаг в 1995–1997 гг. в целом повысили доверие инвесторов к перспективам экономического развития России и ее отдельных компаний.

⁷ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон Российской Федерации от 22. 04. 1996. № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. 22 апр. № 17. Ст. 1918.

⁸ О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг: Указ Президента Российской Федерации от 01. 07. 1996. № 1009 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. 8 июля. № 28. Ст. 3357.

Мировой финансовый кризис, начавшийся в 1997 г., наиболее сильно сказался на развивающихся рынках, к которым относился и российский. После пика осеннего кризиса 1997 г. в России, как и в других странах мира, наблюдался некоторый рост котировок. Тем не менее, “азиатский кризис”, как и падение мировых цен на сырье, стали лишь внешней причиной последующего масштабного финансового кризиса в самой России в 1998 г. Катастрофическое падение курсов акций российского фондового рынка в 1998 г., который можно считать и отдельным этапом, “глубоким кризисом”, в формировании РЦБ, невозможно объяснить только неблагоприятной мировой финансовой конъюнктурой. Последняя лишь обострила негативные внутренние тенденции, накопившиеся в отечественной экономике, — именно они стали роковыми для развития кризисной ситуации весной-летом 1998 г. Следует отметить, что крах фондового рынка был обусловлено целым рядом факторов, в том числе, имеющих институциональный характер⁹.

Последующий, четвертый период (сентябрь–декабрь 1998 г.) можно охарактеризовать как “посткризисную стагнацию” рынка. Хотя уже осенью 1998 г. появилась возможность реанимации некоторых сегментов финансового рынка России, вплоть до его конца оставались нерешенными принципиально важные вопросы. В первую очередь, налицо была общая социально-экономическая неопределенность, не были ясны тенденции и перспективы развития экономики России. Однако уже в 1999 г. российский рынок акций вновь стал одним из самых быстро растущих в мире¹⁰.

Таким образом, изменение мировой конъюнктуры на основные российские экспортные товары, оживление национального производства за счет сокращения импортной продукции, а также относительно стабильная внутривнутриполитическая обстановка в стране нашли свое отражение в оживлении рынка ценных бумаг и росте индекса РТС в последнем году прошлого столетия. Тем не менее, становление российского фондового рынка как началось, так и продолжалось по совершенно нестандартному для мировой практики пути¹¹.

Сегодня российский фондовый рынок несмотря на свою относительную молодость, тесно связан с политикой и мировой эко-

⁹ См. об этом: Российская экономика в январе–сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы. М., 1998.

¹⁰ Данные московской фондовой биржи РТС. URL: <http://www.rts.ru/statistics/4s1.stm> (дата обращения: 12.04.2025).

¹¹ См. об этом: Шенишин А.Е. Управление формированием и развитием рынка ценных бумаг в условиях переходной экономики. Дисс. ... канд. экон. наук. М., 1999.

номикой, где прямо или косвенно отражаются на стоимости активов (акций, облигаций и производных инструментов), а основной тенденцией развития фондового рынка России на современном этапе является рост его популярности, как инструмента управления личными финансами. По оценке НАУФОР только в 2020 г. на московскую биржу вышли 4,9 млн новых частных инвесторов, а на Санкт-Петербургскую 2,5 млн человек. По итогам этого года полный объем вложений составляет 5,7 трлн рублей, доля активных клиентов в системе торгов составляет 1,8 млн человек. Рынок ценных бумаг как финансовый инструмент по многим критериям превосходит сохранность капитала от инфляции, в сравнении с покупкой недвижимости, драгоценных металлов, депозитам и т.д. Если сравнивать вложения в ценные бумаги в долгосрочную, и среднесрочную перспективу то фондовый рынок показывает выше доходность в сравнении с другими способами приумножения и сохранения капитала¹².

Одним из выдающихся преимуществ существования фондовых рынков является потенциальное введение большей дисциплины в области управления экономикой, а в свете того факта, что эмпирические исследования подтверждают предположение о том, что фондовые рынки способствуют экономическому росту, за последнее десятилетие исследования переключились на вопрос о детерминантах развития фондового рынка.

На наш взгляд, понимание как динамики, так и детерминант развития фондовых рынков необходимо не только для понимания взаимосвязи между финансами и экономическим ростом, но также имеет важные последствия для политики, поскольку проливает свет на те области, в которых требуется вмешательство правительства для изменения экономической и институциональной среды. Дело в том, что связь между ценами на акции и реальной экономической активностью носит круговой характер. С одной стороны, цены на акции зависят от результатов деятельности компании и перспектив ее роста, поэтому по мере улучшения результатов деятельности компании и увеличения нормы прибыли цены на акции, в свою очередь, растут. С другой стороны, цены на акции должны отражать текущую дисконтированную стоимость ожидаемых будущих дивидендов или ожидаемого будущего роста. С этой точки зрения цены на акции служат опережающим индикатором будущих изменений в реальной экономической деятельности.

¹² Ондар Ш.М. Государственное регулирование фондового рынка // *Economy and Business*. 2022. Vol. 3–2 (85). С. 64–65.

Как правило выделяются три основных канала, посредством которых цены на акции могут влиять на реальную экономическую деятельность:

- во-первых, эффект богатства: в рамках жизненного цикла более высокие цены на акции и увеличение богатства, заключенного в этих акциях, побуждают инвесторов увеличивать их потребление. Это увеличение потребления будет более значительным в тех странах, где обширнее база владения акциями;
- во-вторых, стоимость капитала: с ростом цен на акции стоимость нового капитала по сравнению с существующим снижается, все больше компаний становятся публичными и привлекают средства для инвестиций посредством публичных размещений. Кроме того, хорошие результаты на фондовом рынке могут привлечь иностранный капитал, что позволит снизить процентные ставки (при прочих равных условиях);
- в-третьих, эффект уверенности/эффект ожидания: высокоэффективный фондовый рынок может улучшить общие ожидания, что может стимулировать экономический рост за счет увеличения инвестиций в рамках эффекта положительной обратной связи. Кроме этого, цены на акции сигнализируют о более быстром росте компаний, и, как следствие, возможный рост будущих реальных доходов физических лиц может также вызвать увеличение потребления.

На собственное же развитие фондового рынка влияют четыре основные группы факторов: факторы предложения и спроса, что продиктовано самой природой этой рыночной структуры, экономическое развитие и структура экономики и, конечно, институциональные факторы — его детерминанты.

Известно, например, экономическое развитие положительно влияет на фондовые рынки. Слаборазвитые страны обычно имеют нестабильную инвестиционную среду, слабые институциональные и правовые рамки, плохое управление, отсутствие прозрачности и, прежде всего, низкий уровень дохода на душу населения. Все эти факторы тормозят развитие фондового рынка, а порой даже делают его лишним. Экономика также должна быть достаточно большой, чтобы поддерживать развитие фондового рынка. Без достаточного предложения акций торговля будет ограничена, и рынок может оказаться экономически нежизнеспособным. Экономика небольшого размера, скорее всего, не будет иметь глубокого ликвидного фондового рынка, поскольку такие экономики обычно характеризуются волатильностью цен. Кроме того, может случиться так, что

в малых экономиках нет глубоких фондовых рынков, поскольку им не хватает эффективности масштаба. Следовательно, сумма капитала, привлеченного от выпуска, может быть слишком мала для привлечения потенциальных эмитентов, портфельных менеджеров или даже достаточной базы местных инвесторов, чтобы привлечь внешние крупные инвестиционные фонды.

Немаловажным фактором, определяющим развитие фондового рынка, является структура экономики. Большое значение для предложения капитала имеет то, преобладают ли в промышленной базе крупные компании или доминируют малые и средние компании. Экономика, ориентированная на сырьевой сектор, и/или экономика с промышленной базой, в которой преобладают малые предприятия, скорее всего, не будет иметь активных фондовых рынков из-за ограниченных потребностей таких предприятий в капитале. Это, в свою очередь, упрощает и удешевляет привлечение капитала за счет банковского финансирования, что в конечном итоге ограничивает предложение капитала. Однако страны с большой производственной базой, в которой доминируют относительно крупные компании, с большей вероятностью будут иметь достаточное количество акций.

Иными словами, устойчивые положительные темпы экономического роста ведут к появлению новых рынков, а также к расширению возможностей компаний для роста и получения прибыли, что служит стимулом для компаний получать финансирование за счет привлечения капитала для расширения операций.

С макроэкономической точки зрения существует ряд других факторов, существенно влияющих на спрос на ценные бумаги и, в свою очередь, на развитие фондовых рынков. Так, экономический рост и ВВП на душу населения являются решающими и тесно связанными факторами, определяющими развитие фондового рынка. Более высокие темпы экономического роста позволяют большему количеству людей инвестировать в ценные бумаги. Рост дохода на душу населения увеличивает способность человека сберегать или инвестировать. Однако к увеличению дохода на душу населения следует относиться с осторожностью, поскольку люди будут инвестировать только после удовлетворения своих основных потребностей. Иными словами, значительное увеличение дохода на душу населения — если оно реализуется с низкой базы — будет в значительной степени направлено на увеличение потребления и, таким образом, не приведет к значительному увеличению инвестиций, если вообще приведет к этому. Иными словами, имеет значение не только при-

рост ВВП на душу населения, но и уровень ВВП на душу населения¹³. Стоит отметить, что неравенство доходов может ослабить связь и возможный эффект мультипликатора между экономическим ростом и развитием фондового рынка. Иными словами, чем больше доля населения, живущего на уровне прожиточного минимума, тем меньше будет процент населения, экономически способного участвовать в фондовом рынке¹⁴.

Кроме того, развитие фондового рынка требует глубокой и разнообразной базы инвесторов. Отсутствие диверсифицированной базы инвесторов и сильная зависимость от закрытых источников финансирования являются двумя основными факторами поверхностности и недостаточной ликвидности фондовых рынков. База инвесторов должна быть диверсифицированной и состоять из институциональных инвесторов (например, взаимных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний) и других финансовых учреждений, работающих с различными уровнями риска и ориентированных на различные секторы экономики. Однако развитие диверсифицированной базы инвесторов — сложный процесс, связанный с фундаментальными вопросами государственной политики, такими как политика управления пенсионными накоплениями.

Наконец, помимо этих определяющих факторов, есть еще два экономических фактора, влияющих как на спрос, так и на предложение акций: степень развития банковского сектора и действующий рынок облигаций.

На наш взгляд, важнейший блок поддержки и развития фондового рынка представляют институциональные факторы или детерминанты. К ним относится широкий спектр таких факторов, как регулирование, затрагивающее публичных эмитентов ценных бумаг, рыночных посредников, управление активами, инструменты надзора и правоприменения, торговые платежи и системы расчетов, а также корпоративное управление и прозрачность.

Действительно, как уже было отмечено выше, адекватная институциональная база оказывает значительное положительное влияние на развитие фондового рынка. С одной стороны, инвесторы чувствуют себя более уверенно в отношении прав собственности и прозрачности информации, что может побудить их инвестировать в фондовые рынки. С другой стороны, за счет снижения сто-

¹³ *Ayling I.E.* Internationalization of stock markets: the trend towards greater foreign borrowing and investment. Aldershot, 1986.

¹⁴ *Roc C.* Emerging Asian equity markets development: a historical perspective // *Changing Capital Markets of East Asia*. L., 1996.

имости операций и повышения ликвидности рынка акционерный капитал становится более привлекательным источником финансирования для компаний.

Следует отметить, что “институты” — это термин, который относится либо к набору правил и норм, которые формируют социальные, политические и экономические взаимодействия между членами общества, либо к организационным институтам, таким как политические, экономические, социальные и образовательные органы¹⁵. Хорошие институты могут положительно влиять на развитие фондовых рынков как минимум по двум каналам. Во-первых, адекватные институты способствуют экономическому росту, укрепляя основы рынка, укрепляя доверие и облегчая обмен. Во-вторых, институты означают лучшую защиту прав собственности, меньшую коррупцию и большую прозрачность, что способствует укреплению доверия инвесторов и, в конечном итоге, увеличению спроса на ценные бумаги¹⁶.

Применительно к развитию фондового рынка институциональные факторы можно сгруппировать в рамках следующих трех компонентов: нормативно-правовой базы, рыночной инфраструктуры, и “прочих” факторов, спектр которых значительно варьирует.

Действительно, адекватная нормативно-правовая база имеет решающее значение для развития фондовых рынков. Прочная и прозрачная нормативно-правовая база является основной для государственных эмитентов ценных бумаг, рыночных посредников, продуктов управления активами, платежных и расчетных процессов и требований к прозрачности. Правила должны устранять асимметрию информации между эмитентами и инвесторами, клиентами и финансовыми посредниками, а также между контрагентами по сделкам; и должны обеспечивать бесперебойное функционирование торговли и клиринга, а также расчетных механизмов, которые предотвратят нарушение рынка и укрепят доверие инвесторов.

Суть регулирования публичных эмитентов заключается в обеспечении своевременного и точного раскрытия соответствующей информации инвесторам, чтобы они могли принимать обоснованные решения. Обязательства по раскрытию информации должны быть возложены на эмитентов как в момент разрешения на публичное размещение, так и на постоянной основе. Одной из основных

¹⁵ North D.C. Institutions // Journal of Economic Perspectives. 2001. N 5. P. 97–112.

¹⁶ Billmeier A., Massa I. What drives stock market development in the Middle East and Central Asia institutions, remittances, or natural resources? // IMF Working Paper. 2007. N 7. P. 157.

обязанностей регулирующего органа является наличие механизмов, обеспечивающих достоверность информации, предоставляемой эмитентами. В связи с этим необходимо адекватное корпоративное управление для обеспечения эффективной подотчетности менеджмента акционерам.

Основная цель регулирования деятельности рыночных посредников состоит в обеспечении того, чтобы брокеры, дилеры и финансовые аналитики беспрепятственно входили и уходили с рынка, вели свои дела со своими клиентами с должной осмотрительностью и вели честную торговлю с использованием фондовых рынков. Инструменты регулирования посредников включают лицензионные требования и обязательства по ведению бизнеса на рынке. Регулирование управления активами направлено на обеспечение профессионального управления и адекватного раскрытия информации об инвестициях для инвесторов. Кроме того, регулирование фондового рынка должно обеспечивать бесперебойное функционирование рынка, обеспечивая справедливый доступ к адекватному ценообразованию, ограничивая разрушительные последствия, которые может иметь для рынка банкротство посредника, и обеспечивая выполнение участниками рынка своих торговых обязательств, упорядоченно и своевременно.

Можно провести различие между тремя основными элементами нормативного регулирования рынка ценных бумаг: самой нормативно-правовой базой, надзором за нормативно-правовой базой и обеспечением соблюдения соответствующих законов. Надзор и правоприменение являются инструментами, используемыми для обеспечения соблюдения правовых рамок. Под соблюдением понимается соблюдение законов, правил и положений, в то время как надзор направлен на выявление несоблюдения законов и правил, а правоприменение направлено на выявление и наказание за несоблюдение. Взятые вместе, как надзор, так и правоприменение направлены на содействие выполнению законов, правил и положений.

Одним из важных аспектов нормативно-правовой базы является создание вспомогательной инфраструктуры для обеспечения исполнения контрактов и разрешения споров. Эта инфраструктура имеет множество особенностей, которые в совокупности известны как “верховенство закона”. Верховенство закона на финансовых рынках определяют три ключевых черты.

Во-первых, это как политические, так и правовые гарантии гражданских свобод и прав собственности.

Во-вторых, это эффективная судебная система, которая снижает транзакционные издержки и ограничивает хищническое поведение.

В-третьих, это правовая безопасность, в соответствии с которой граждане могут планировать свои будущие действия и реализовывать их в рамках хорошо известных правил, которые не могут быть изменены произвольно.

Тем не менее, следует отметить, что чрезмерное регулирование может задушить развитие фондового рынка. В принципе, фондовые рынки не должны подвергаться чрезмерному регулированию в областях, где должны преобладать силы свободного рынка, и не должны подвергаться недостаточному регулированию там, где должна существовать нормальная нормативно-правовая база для поддержания доверия рынка. Тот факт, что акции являются передаваемыми обязательствами и представляют собой договорные отношения, делает их очень чувствительными ко всем аспектам юридических прав, связанных с транзакциями. Инвесторы должны быть защищены от манипуляций с ценными бумагами и неправомерных действий со стороны инсайдеров (например, руководства и основных акционеров). Кроме того, должны быть установлены адекватные стандарты профессионального поведения брокеров, андеррайтеров и бухгалтеров, чтобы избежать чрезмерных спекуляций, вызванных слухами, циркулирующими на рынке.

Одним из ключевых регулятивных факторов, определяющих развитие фондового рынка, является уровень защиты акционеров в публичных компаниях, как это предусмотрено в законах, регулирующих деятельность компаний или ценных бумаг. Другими словами, развитие фондового рынка более вероятно в странах с сильной защитой акционеров, потому что инвесторы не боятся экспроприации. Сильное корпоративное управление и финансовая прозрачность имеют решающее значение для развития фондовых рынков, поскольку они повышают доверие инвесторов и увеличивают инвестиции в акционерный капитал.

Предоставление надежной финансовой рыночной инфраструктуры для торговли, клиринга и расчетов по сделкам обычно считается общественным благом¹⁷. Отсутствие надежной и эффективной рыночной инфраструктуры, связывающей контрагентов по сделкам с ценными бумагами, делает маловероятным развитие фондовых

¹⁷ International Monetary Fund. Growth and Institutions, World Economic Outlook. Washington, 2023.

рынков. Неэффективная структура расчетов по ценным бумагам является фундаментальным препятствием для развития фондового рынка, поскольку повышает расчетный и операторский риски, увеличивает транзакционные издержки, затрудняет установление цен и может ограничить круг участников рынка. Правительство может сыграть решающую роль в обеспечении инфраструктуры, необходимой для облегчения потока информации, а также в процессе определения цен для поддержки развития фондовых рынков, которые являются одновременно конкурентоспособными и эффективными. Существуют различные типы инфраструктуры включающие следующие элементы: современная платежная система для клиринга и расчетов по сделкам с ценными бумагами, розничных платежей и платежей на крупные суммы, а также физическая инфраструктура для работы первичных и вторичных рынков.

Одним из важнейших элементов инфраструктуры, необходимой для развития фондового рынка, является наличие опытных посредников. Деятельность дилеров и брокеров делает ценные бумаги значительно более привлекательными для инвесторов и компаний, поскольку они облегчают обмен этими активами. Рыночные условия имеют решающее значение для привлечения дилеров и брокеров. В частности, должны быть выполнены три условия. Во-первых, и предложение, и спрос на акции должны быть достаточно большими: большее число покупателей и продавцов означает больше возможностей для брокеров и дилеров выступать в качестве посредников и получать прибыль. Кроме того, положения и правила фондового рынка должны способствовать торговле. В-третьих, должен существовать эффективный торговый механизм, поддерживающий систему клиринга и расчетов, снижающий транзакционные издержки.

Фондовые рынки можно дифференцировать по торговым системам. Торговые системы различаются по способу обработки транзакций, типам совершаемых транзакций, типам информации, доступной участникам рынка, и процессу согласования ордеров на продажу и покупку¹⁸. Электронные торговые системы могут увеличить ликвидность и повысить эффективность за счет снижения транзакционных издержек и повышения доступности информации. Современные торговые системы могут также привлекать новые пулы ликвидности, предоставляя доступный удаленный доступ для инвесторов. Основываясь на данных фондовых бирж в 120 странах,

¹⁸ Glen J. An introduction to the microstructure of emerging markets // International Finance Corporation Discussion Paper. 1994. N 2.

внедрение электронных торговых систем повышает ликвидность и ведет к снижению стоимости капитала¹⁹.

Кредитно-рейтинговые агентства (КРА) могут предоставлять ценную информацию инвесторам, которая позволяет им принимать обоснованные инвестиционные решения. Тем не менее, КРА должны быть заслуживающими доверия, независимыми и иметь возможность получать информацию, если они хотят функционировать должным образом.

К “прочим” институциональным факторам относятся: политическая нестабильность и связанные с ней политические риски, Плохое понимание проблем со стороны общественности, доступность и качество информации, низкий рейтинг доверия и т.п.

Политическая нестабильность негативно влияет на развитие фондовых рынков. В странах с неурегулированной политической обстановкой интерес к инвестированию в акции невелик, потому что акционерный капитал обычно представляет собой среднесрочную или долгосрочную форму инвестиций²⁰. Политические риски влияют на инвестиции в акционерный капитал двумя основными способами. Во-первых, страх перед ограничениями на репатриацию средств и экспроприацию препятствует инвестициям. Во-вторых, политическая нестабильность препятствует экономическому росту, поскольку компании откладывают инвестиции и пытаются перенести критически важные виды деятельности в более стабильные страны, что, в свою очередь, снижает привлекательность инвестиций в акционерный капитал²¹. Кроме того, политическая нестабильность поощряет альтернативные формы сбережений. Таким образом, можно увидеть, что политическая нестабильность влияет на фондовые рынки как прямым воздействием на доверие инвесторов, так и косвенным воздействием на экономические показатели.

Плохое понимание проблем со стороны общественности отпугивает потенциальных инвесторов от участия в фондовых рынках. Склонность инвестировать в акции повышается с уровнем образования²². То есть более высокий уровень образования повышает доверие к фондовым рынкам, способствуя более высокому уровню

¹⁹ Jain P.K. Financial market design and the equity premium: electronic versus floor trading // The Journal of Finance. 2005. N 60. P. 2955–2985.

²⁰ Sudweeks B.L. Equity market development in developing countries. N.Y., 1989.

²¹ Roc C. Emerging Asian equity markets development: a historical perspective / The Changing Capital Markets of East Asia. L., 1996.

²² Ibid.

знаний о финансовой деятельности. Без образованной общественности, которая понимает основные правила, преимущества и потенциальные ловушки участия в финансовых инвестициях, фондовые рынки не смогут развиваться. Кроме того, образованное население может увеличить количество доступных специалистов (например, финансовых аналитиков, бухгалтеров и аналитиков по вопросам регулирования), необходимых для развития институциональной и нормативно-правовой базы.

Доступность и качество информации необходимы для укрепления доверия инвесторов. Неопределенность, возникающая из-за ограниченности или низкого качества информации, может быть серьезным препятствием для инвестиций в фондовые рынки. Так, существуют четыре основных фактора, которые могут способствовать получению недостаточной и/или некачественной информации:

- отсутствие стандартов, регулирующих жесткие и эффективные требования к раскрытию финансовой информации;
- неадекватные или недействующие стандарты бухгалтерского учета и слабая практика аудита;
- отсутствие компетентного класса биржевых брокеров, что ограничивает доступные исследования акций и рынков;
- отсутствие конкуренции между компаниями. Когда спрос на акции превышает предложение, компании не обязаны предоставлять обширную информацию для размещения своих акций. Однако не следует переоценивать роль финансовой информации, поскольку типичные мелкие инвесторы обычно не в состоянии глубоко разобраться в финансовой отчетности. Тем не менее, адекватная информация крайне необходима для институциональных и других инвесторов.

Стоит отметить, что низкий рейтинг доверия или его полное отсутствие влечет за собой значительные явные издержки для публичных компаний, поскольку они должны предлагать высокие ставки дивидендов, чтобы предлагать конкурентоспособные инвестиции. Чтобы удовлетворить требование инвестора о высокой доходности, компании могут иметь высокий коэффициент выплат, что ухудшает финансовое положение компаний и еще больше отбивает у них желание выпускать акции.

Однако решающее значение для развития фондовых рынков имеет стабильная макроэкономическая среда (политика). Рациональная и предсказуемая макроэкономическая политика повышает доверие инвесторов к рынку и создает благоприятную среду для

принятия инвестиционных решений. Кроме того, на прибыльность корпораций могут влиять изменения денежно-кредитной, фискальной и курсовой политики.

Кроме того, способствовать развитию фондового рынка может осмотрительная денежно-кредитная политика. Рациональное управление денежно-кредитной политикой обеспечивает большую уверенность в стабильности экономики, поскольку макроэкономическая волатильность усугубляет проблему асимметричной информации.

Во-первых, процентные ставки оказывают решающее влияние на привлекательность акций в портфеле активов инвестора. Инвесторов интересует реальная прибыль, а не только номинальная. Следовательно, сиюминутная политика должна обеспечивать привлекательную долгосрочную доходность акций по сравнению с другими вариантами внутренних и иностранных инвестиций. Отрицательные реальные процентные ставки вынуждают инвесторов переключаться на другие менее рискованные активы или страны. То есть низкие и предсказуемые темпы инфляции с большей вероятностью будут способствовать развитию фондового рынка. Как отечественные, так и иностранные инвесторы не захотят вкладывать средства в фондовый рынок, на котором ожидается высокий уровень инфляции.

Во-вторых, стабильность краткосрочной процентной ставки повышает доверие инвесторов к долгосрочным ценным бумагам, включая акции, и способствует трансформации сроков погашения финансовыми посредниками.

В-третьих, эффективная реализация денежно-кредитной политики обеспечивает адекватную ликвидность маркетмейкерам, что может снизить волатильность фондовых рынков. Также стоит отметить, что для привлечения иностранных портфельных инвестиций необходима рациональная курсовая политика.

Большое влияние на участие инвесторов в фондовых рынках оказывает фискальная/налоговая политика, поскольку инвесторы заинтересованы в реальном доходе от инвестиций после уплаты налогов. Неравное налогообложение в пользу других альтернативных форм инвестиций, таких как банковские депозиты, отвлекает интерес инвесторов от вложений в акции. Во многих странах акции облагаются двойным и даже тройным налогообложением. Во-первых, существует налогообложение на корпоративном уровне до распределения дивидендов. Во-вторых, может существовать налогообложение на индивидуальном уровне, а если доходы от

акций облагаются налогом, может применяться тройное налогообложение.

Взвешенная корпоративная налоговая политика также помогает развивать фондовые рынки, поскольку высокие корпоративные налоги могут ограничивать прибыль после налогообложения, доступную для распределения дивидендов, что, в свою очередь, может негативно повлиять на готовность инвесторов инвестировать. Налоговая политика влияет не только на участие инвесторов на рынке, но и на предложение акций, т.е. налоговые льготы для выхода на биржу могут побудить компании стать публичными и, таким образом, увеличить предложение акций.

Институциональные инвесторы могут играть определяющую роль в развитии фондового рынка. Однако на эту роль, в свою очередь, существенное влияние оказывает политика институциональных инвесторов. Например, ограничение возможного диапазона финансовых активов взаимных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний государственными ценными бумагами с низкой доходностью или установление высокого процента государственных ценных бумаг может стать серьезным сдерживающим фактором для развития фондового рынка. Разумный и активный уровень участия институциональных инвесторов имеет большое значение для фондового рынка. Также важно отметить, что фондовый рынок без институциональных инвесторов подвержен большому риску со стороны отдельных спекулянтов. Однако необходим баланс между двумя целями. С одной стороны, институциональные инвесторы должны иметь значительное и активное присутствие для развития фондового рынка. С другой стороны, интересы инвесторов во взаимные фонды и пенсионные фонды (например, пенсионеров) должны быть защищены от вложений с высокой степенью риска.

Итак, фондовый рынок играет важную роль не только в финансовой системе любой страны, но и в её устойчивом экономическом развитии. Он является платформой для компаний, чтобы привлекать капитал, который может быть использован для финансирования проектов, способствующих экономическому росту, социальному развитию и экологической устойчивости. Кроме того, сделки на фондовом рынке создают ликвидность и механизмы ценообразования, которые отражают восприятие инвесторов о финансовой устойчивости компании и перспектив ее на будущее. Для успешной реализации потенциала фондового рынка в контексте достижения устойчивого социально-экономического развития важная роль от-

водится правительствам, которые должны придерживаться политики, направленной на поощрение прозрачности, ответственности и дальновидности принимаемых решений в инвестиционном сообществе. Инвесторы также должны осознанно руководствоваться принципами ответственного инвестирования, понимая, что результаты их инвестиционной деятельности помимо финансовых доходов приводят к положительным социальным и экологическим результатам.

Современные тенденции развития фондового рынка Российской Федерации сопряжены с наличием определенных актуальных проблем. Среди проблем, препятствующих эффективному развитию фондового рынка в России, ученые отмечают, прежде всего, низкий уровень капитализации фондового рынка, отсутствие развитой инфраструктуры, высокая концентрация капитализации предприятий топливно-энергетического комплекса, высокий уровень мошенничества на российском фондовом рынке, несовершенство налогообложения операций фондового рынка, высокая волатильность российского рынка ценных бумаг, отсутствие должной защиты прав инвесторов²³. Но, несмотря на это, он является достаточно перспективным, которые снижают уровень инвестиционной привлекательности отечественных ценных бумаг и финансовых активов. Для того чтобы способствовать дальнейшему развитию рынка ценных бумаг в России, необходимо проведение определенных мероприятий и принятие рекомендаций, которые находятся в рамках ответственности аппарата эффективного государственного регулирования фондового рынка.

Такое государственное регулирование фондового рынка осуществляется с целью четкого исполнения всех законодательных требований и нормативных актов, которые определяют обязанности и права каждого профессионального участника по ряду направлений — от регистрации выпуска ценных бумаг, до прав государственного управления по регулированию рынка.

Важно подчеркнуть, что дальнейшее развитие фондового рынка возможно только при комплексном подходе как со стороны самого рынка, так и государства. В целях привлечения новых инвесторов на

²³ Антоненко А.А. Государственное регулирование фондового рынка // Тенденции и перспективы развития банковской системы в современных экономических условиях. 2020. С. 11–15; Садыкова Н.Р. Государственное регулирование фондового рынка // Достижения науки и образования. 2018. № 16 (38). С. 24–29; Родин Д.Я., Кривенко А.С., Левая В.О. Проблемы государственного регулирования на фондовом рынке // Человек. Социум. Общество. 2022. № 1. С. 47–52.

отечественную фондовую биржу необходимо регулярно проводить мероприятия по повышению финансовой грамотности населения и разрабатывать новые инструменты для вовлечения граждан в инвестирование²⁴.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Антоненко А.А. Государственное регулирование фондового рынка // Тенденции и перспективы развития банковской системы в современных экономических условиях. 2020. С. 11–15.

Данные московской фондовой биржи РТС. <http://www.rts.ru/statistics/4s1.stm> (дата обращения: 12.04.2025).

Крикливец А.А., Сухомыро П.С. Основные дискуссионные проблемы и современные тенденции развития российского фондового рынка // Молодой ученый. 2012. № 51.

О рынке ценных бумаг: Федеральный закон Российской Федерации от 22.04.1996. № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. 22 апр. № 17. Ст. 1918.

О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг: Указ Президента Российской Федерации от 01. 07. 1996. № 1009 // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. 8 июля. № 28. Ст. 3357.

Об утверждении положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР: Постановление Правительства РСФСР от 28. 12. 1991. № 78 // Финансовая газета. 1992. № 5.

Об утверждении положения об акционерных обществах: Постановление Совмина РСФСР от 25. 12. 1990. № 601 // СП РСФСР. 1991. № 6. Ст. 92.

Ондар Ш.М. Государственное регулирование фондового рынка // Economy and Business. 2022. Vol. 3–2 (85). С. 64–65.

Родин Д.Я., Кривенко А.С., Левая В.О. Проблемы государственного регулирования на фондовом рынке // Человек. Социум. Общество. 2022. № 1. С. 47–52.

Российская экономика в январе-сентябре 1998 года. Тенденции и перспективы. М., 1998.

Рынок ценных бумаг // Большой экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна. М., 2000.

Рябцев С.В. Понятие “финансовой системы” в современной теории финансов // Финансы и кредит. 2012. № 15 (495). С. 56–61.

Садыхова Н.Р. Государственное регулирование фондового рынка // Достижения науки и образования. 2018. № 16 (38). С. 24–29.

Сайбель Н.Ю., Ковальчук Л.В. Фондовый рынок России: проблемы и перспективы развития // Финансы и кредит. 2018. Т. 24. Вып. 10. С. 613–626.

Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А.Г. Грязновой. М., 2002.

Шенин А.Е. Управление формированием и развитием рынка ценных бумаг в условиях переходной экономики. Дисс. ... канд. экон. наук. М., 1999.

²⁴ Сайбель Н.Ю., Ковальчук Л.В. Фондовый рынок России: проблемы и перспективы развития // Финансы и кредит. 2018. Т. 24. Вып. 10. С. 613–626.

REFERENCES

Antonenko A.A. Gosudarstvennoe regulirovanie fondovogo rynka [State Regulation of the Stock Market] // *Tendencii i perspektivy razvitiya bankovskoj sistemy v sovremennyh ekonomicheskikh usloviyah*. 2020. S. 11–15 (in Russian).

Ayling I.E. Internationalization of stock markets: the trend towards greater foreign borrowing and investment. Aldershot, 1986.

Billmeier A., Massa I. What drives stock market development in the Middle East and Central Asia institutions, remittances, or natural resources? // *IMF Working Paper*. 2007. N 7.

Dannye moskovskoj fondovoj birzhi RTS [Data from the Moscow Stock Exchange RTS]. URL: <http://www.rts.ru/statistics/4s1.stm> (data obrashcheniya 12.04.2025) (in Russian).

Finansovo-kreditnyj enciklopedicheskij slovar' [Financial and Credit Encyclopedic Dictionary] / Pod obshch. red. A.G. Gryaznovoj. M., 2002 (in Russian).

Glen J. An introduction to the microstructure of emerging markets // *International Finance Corporation Discussion Paper*. 1994. N 2.

International Monetary Fund. Growth and Institutions, World Economic Outlook. Washington, 2023.

Jain P.K. Financial market design and the equity premium: electronic versus floor trading // *The Journal of Finance*. 2005. N 60. P. 2955–2985.

Kriklivec A.A., Suhomyro P.S. Osnovnye diskussionnye problemy i sovremennye tendencii razvitiya rossijskogo fondovogo rynka [Main Controversial Issues and Current Trends in the Development of the Russian Stock Market] // *Molodoj uchenyj*. 2012. N 51 (in Russian).

North D.C. Institutions // *Journal of Economic Perspectives*. 2001. N 5. P. 97–112.

O rynke cennyh bumag: Federal'nyj zakon Rossijskoj Federacii ot 22.04.1996. N 39-FZ [On the Securities Market: Federal Law of the Russian Federation of April 22, 1996. N 39-FZ] // *Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii*. 1996. N 17. 22 apr. St. 1918 (in Russian).

O Federal'noj komissii po rynku cennyh bumag: Ukaz Prezidenta Rossijskoj Federacii ot 01.07.1996. N 1009 [On the Federal Commission for the Securities Market: Decree of the President of the Russian Federation of July 1, 1996, N 1009] // *Sobranie zakonodatel'stva Rossijskoj Federacii*. 1996. N 28. 8 iyulya. St. 3357 (in Russian).

Ob utverzhdenii polozheniya o vypuske i obrashchenii cennyh bumag i fondovyh birzhah v RSFSR: Postanovlenie Pravitel'stva RSFSR ot 28.12.1991. N 78 [On approval of the regulations on the issue and circulation of securities and stock exchanges in the RSFSR: Resolution of the Government of the RSFSR of December 28, 1991, N 78] // *Finansovaya gazeta*. 1992. N 5 (in Russian).

Ob utverzhdenii polozheniya ob akcionernyh obshchestvah: Postanovlenie Sovmina RSFSR ot 25.12.1990. N 601 [On approval of the regulations on joint-stock companies: Resolution of the Council of Ministers of the RSFSR of December 25, 1990, N 601] // *SP RSFSR*. 1991. N 6. St. 92 (in Russian).

Ondar S.H.M. Gosudarstvennoe regulirovanie fondovogo rynka [State regulation of the stock market] // *Economy and Business*. 2022. Vol. 3–2 (85). S. 64–65 (in Russian).

Rodin D.YA., Krivenko A.S., Levaya V.O. Problemy gosudarstvennogo regulirovaniya na fondovom rynke [Problems of State Regulation in the Stock Market] // Chelovek. Socium. Obshchestvo. 2022. N 1. S. 47–52 (in Russian).

Roc C. Emerging Asian equity markets development: a historical perspective // Changing Capital Markets of East Asia. L., 1996.

Rossiyskaya ekonomika v yanvare-sentyabre 1998 goda. Tendencii i perspektivy [The Russian Economy in January–September 1998. Trends and Prospects]. M., 1998 (in Russian).

Rynok cennyh bumag [Securities Market] // Bol'shoj ekonomicheskij slovar' / Pod red. A.N. Azriliyana. M., 2000 (in Russian).

Ryabcev S.V. Ponyatie “finansovoj sistemy” v sovremennoy teorii finansov [The Concept of the “Financial System” in Modern Financial Theory] // Finansy i kredit. 2012. N 15 (495). S. 56–61 (in Russian).

Sadykova N.R. Gosudarstvennoe regulirovanie fondovogo rynka [State Regulation of the Stock Market] // Dostizheniya nauki i obrazovaniya. 2018. N 16 (38). S. 24–29 (in Russian).

Sajbel' N.Yu., Koval'chuk L.V. Fondovyy rynek Rossii: problemy i perspektivy razvitiya [The Russian Stock Market: Problems and Development Prospects] // Finansy i kredit. 2018. T. 24. Vyp. 10. S. 613–626 (in Russian).

Shenshin A.E. Upravlenie formirovaniem i razvitiem rynka cennyh bumag v usloviyah perekhodnoy ekonomiki [Managing the Formation and Development of the Securities Market in a Transition Economy]. Diss. ... kand. ekon. nauk. M., 1999 (in Russian).

Sudweeks B.L. Equity market development in developing countries. N.Y., 1989.