

© Н.Б. БОЛДЫРЕВА¹, А.А. ПАРФЕНОВ²

¹Тюменского государственного университета

²ООО «Унисон Траст»

naboldyreva@yandex.ru, alexander.parfenov@gmail.com

УДК 330.33.01

**КРИЗИС НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ*: СУЩНОСТЬ И ФОРМЫ
ПРОЯВЛЕНИЯ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

**STOCK MARKET CRISIS: THE ESSENCE
AND FORMS OF THE PHENOMENON IN THE CONDITIONS
OF THE RUSSIAN ECONOMICS**

АННОТАЦИЯ. Фондовый рынок играет значимую роль в модулировании и распространении шоков на финансовом рынке, реализующихся в конечном итоге в кризисе. В этих условиях ранняя диагностика кризиса на фондовом рынке с целью снижения его негативных последствий является актуальной задачей. Ее решение предполагает, в первую очередь, определение понятия «кризис на фондовом рынке». Авторы вводят понятие «кризисной ситуации на фондовом рынке» и структурируют ее, выделяя период дестабилизации, собственно кризис и посткризисный (постдестабилизационный) период. Обосновываются содержание выделенных периодов и формы их проявлений в условиях российского фондового рынка. Используется функциональный подход к раскрытию содержания собственно кризиса на фондовом рынке через нарушение реализации фондовым рынком ключевой перераспределительной функции. Раскрытие содержания и форм проявления структурных элементов кризисной ситуации позволяет выработать общий подход к их идентификации и датировке границ собственно кризиса на фондовом рынке. На основе анализа экономической статистики обосновывается выполнение российской фондовым рынком перераспределительной функции, исследуется кризисная ситуация на российском фондовом рынке в 2008-2009 гг., устанавливаются ее датировки.

SUMMARY. The stock market plays a significant role in modeling and spreading of shocks in the financial market, which could result in a crisis. In these conditions, it is crucial to identify a crisis in advance to reduce its negative consequences. It implies definition of the stock market crisis concept. The authors introduce a crisis situation in the stock market concept and divide it into three periods (elements): a period of destabilization, the actual crisis and a post-crisis (post-destabilization) period.

* В статье понятия фондовый рынок и рынок ценных бумаг рассматриваются как синонимы. Вместе с тем рынок ценных бумаг — это более широкое понятие, включающее, помимо классического рынка акций и облигаций (фондовый рынок), рынок денежных ценных бумаг (векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, коносаменты и т.д.). Фондовый рынок образует самый весомый сегмент рынка ценных бумаг.

The article describes these periods and establishes forms of crisis in the Russian stock market. A functional approach is used to reveal the essence of the actual crisis in the stock market through the failure of the key stock market redistributive function. The analysis of the elements and structure forms of a crisis situation allows to develop a common approach to their identification and dating the boundaries of the actual crisis in the stock market. The analysis of economic statistics is used to explain the realization of the Russian stock market redistributive function, and a crisis situation in the Russian 2008-2009 stock market (as well as its dates) is investigated.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Фондовый рынок, кризисная ситуация на фондовом рынке, кризисные явления.

KEY WORDS. Stock market, a crisis situation in the stock market, crisis phenomena.

В современных условиях, характеризующихся глобализацией и интеграцией мировой финансовой системы, распространение кризиса на финансовом рынке происходит преимущественно через действие межсегментных передаточных механизмов. Исследователи отмечают присутствие фондового рынка во всех других сегментах финансового рынка (денежно-кредитном, валютном, страховом и др.) [1; 41] и его значимую роль в модулировании и распространении шоков, реализующихся в конечном итоге в кризисе [2; 22-23, 3; 15-28 и др].

В этих условиях возрастает актуальность ранней диагностики кризиса на фондовом рынке с целью снижения его негативных последствий, подрывающих основы стабильного социально-экономического развития. Решение данной проблемы предполагает, в первую очередь, определение понятия «кризис на фондовом рынке».

В статье на основе структурирования кризисной ситуации на фондовом рынке раскрываются содержание и формы проявления собственно кризиса на фондовом рынке и других ее элементов в условиях российской экономики.

Обзор и обобщение публикаций по вопросам сущности кризиса на фондовом рынке показывают, что в российской и зарубежной литературе не сложилось единого общепризнанного понятия «кризис на фондовом рынке», или «кризис на рынке ценных бумаг».

Можно выделить два основных подхода к раскрытию его содержания. Первый подход сводит сущность кризиса на фондовом рынке к формам его проявления (резкое падение курсов ценных бумаг, особенно акций, уменьшение объемов операций на фондовом рынке, сокращение или прекращение новых эмиссий ценных бумаг, фиксация массовых дефолтов и банкротств участников фондового рынка и др.). При этом, определяя кризис, исследователи по сути включают в это понятие не только собственно кризис, но и предкризисную составляющую ([4; 43-54]; [5; 8]; [6; 20-21] и др.). Второй подход отождествляет кризис на фондовом рынке с фондовым «пузырем» либо рассматривает «пузыри» на рынке финансовых активов как отдельный вид финансового кризиса наряду с валютным, банковским, фондовым кризисами ([6; 24]; [7; 5] и др.).

Следует отметить и терминологическую неопределенность. В зарубежной литературе, как правило, термины «кризис на фондовом рынке», или «кризис на рынке ценных бумаг» (stock market crisis) чаще представлены обобщенным понятием «финансовый кризис» (financial crisis) либо заменяются такими словосочетаниями как «нестабильность на фондовом рынке» (stock market instability), «рыночный стресс» (market distress or financial distress / ruin), «биржевой крах»,

«провал» (crash, collapse, meltdown, bust), «снижение рынка», «коррекция рынка» (downward movement, downtrend, bearish movement, precipitous market decline, correction) и др.

Вместе с тем, несмотря на различие в подходах к определению кризиса на фондовом рынке, исследователи единодушны в признании: — неизбежности кризисов в существующей экономической формации; — двойственной природы кризиса, заключающейся в понимании его как опасности, неопределенности будущего, и как новой возможности для дальнейшего роста; — различных форм проявления кризиса; — множества причин — источников кризиса, лежащих в его основе (политический, экономический факторы, негативные ожидания и др.).

Отсутствие единого понимания сущности кризиса на фондовом рынке, противоречивость подходов к раскрытию его содержания являются следствием объективной сложности и многоаспектности изучаемого явления, многообразия форм его проявления.

В основе термина «кризис на фондовом рынке» лежит прежде всего понятие «кризис». Но этимология слова «кризис» не дает исчерпывающей информации для раскрытия сущности кризиса на фондовом рынке. Действительно, под кризисом вообще (от лат. crisis — «решение, поворотный момент, исход») понимается, как правило, резкий надлом (без уточнения параметров), острое затруднение в каком-либо процессе. Применительно к экономике кризис означает глубокое расстройство, период обострения противоречий в какой-либо сфере экономической деятельности [8; 323].

Сущность — философская категория, под которой понимают «внутреннее содержание предмета, выражающееся в единстве всех многообразных и противоречивых форм его бытия» [9; 665]. Сущность неразрывно связана с другой философской категорией — явлением, под которой понимают «то или иное обнаружение (выражение) предмета, внешней формы его существования» [9; 665].

Для раскрытия сущности кризиса введем понятие «кризисной ситуации на фондовом рынке», выделив в ней в качестве структурных элементов период дестабилизации, собственно кризис и посткризисный (постдестабилизационный) период.

Каждый структурный элемент кризисной ситуации, рассматриваемый в отдельности, характеризуются своим содержанием и формой проявления.

Раскроем сущность собственно кризиса на фондовом рынке. По нашему мнению, содержание кризиса заключается в нарушении выполнения фондовым рынком своего предназначения. Согласно теории организации, любой бизнес создается для реализации своей миссии (предназначения). Миссия организации выражает философию и смысл ее существования [10; 81]. Фондовый рынок — это бизнес, предназначение которого заключается в выполняемых им функциях.

В вопросе выделения функций фондового рынка среди исследователей также не сложилось единого мнения ([11; 8-14]; [12; 30-32] и др.). В целом авторы единодушны в выделении общерыночных функций фондового рынка (коммерческой, оценочной, организационно-регулирующей, стимулирующей, контрольной, информационной) и специфических. Общерыночные функции фондового рынка, присущие другим рынкам, не раскрывают его предназначения (миссии). Это находит отражение в специфических функциях. Рынок ценных бумаг вы-

полняет, по общему признанию исследователей, одну ключевую специфическую функцию — перераспределительную. Она заключается в трансформации имеющихся сбережений из непроизводительной формы в производительную посредством долевого и долговых инструментов — акций и облигаций. Прочие специфические функции (аккумулирующая, аллокативная, учетная, управления риском и др. — в целом их перечень может быть различным), по нашему мнению, носят подчиненный характер по отношению к ключевой.

Раскрытие сущности кризиса на фондовом рынке позволяет выделить формы его проявления, которые представлены кратным снижением (деактивацией) эмиссионной активности на первичном рынке и возникновением случаев массовых дефолтов и банкротств участников рынка.

Период дестабилизации — это совокупность негативных в отношении фондового рынка и его участников проявлений (условий) (резкое снижение цен на фондовые активы и рост их ценовой волатильности; стремительное повышение процентных ставок за пользование денежными ресурсами вследствие образовавшегося дефицита ликвидности; образование фондовых «пузырей»; формирование негативных ожиданий и утрата доверия со стороны участников фондового рынка и др.), формирование и развитие которых может привести к нарушению специфической перераспределительной функции фондового рынка. Период дестабилизации играет ключевую роль в ранней диагностике кризиса на фондовом рынке.

Содержание посткризисного (постдестабилизационного) периода кризисной ситуации заключается в нивелировании кризисных явлений и восстановлении выполнения фондовым рынком своей перераспределительной функции.

Выделенные структурные элементы кризисной ситуации на фондовом рынке имеют самостоятельное значение. Вместе с тем существует тесная связь и взаимозависимость между ними. Эмпирические исследования позволяют выделить два направления в развитии кризисной ситуации на фондовом рынке.

Развитие периода дестабилизации может привести к собственно кризису, когда нарушается выполнение рынком перераспределительной функции, за которым следует посткризисный период. Возможен и другой вектор развития кризисной ситуации, когда период дестабилизации не приводит к нарушению рынком перераспределительной функции (собственно кризису), а завершается переходом в постдестабилизационный период, в который нивелируются кризисные явления дестабилизационного периода.

Раскрытие содержания и форм проявления структурных элементов кризисной ситуации позволяет выработать общий подход к их идентификации и датировке границ собственно кризиса на фондовом рынке.

Исследуем кризисную ситуацию на российском фондовом рынке в 2008–2009 гг.

Прежде всего, на основе данных Министерства финансов РФ, Центрального банка РФ, информационного агентства Сbonds проиллюстрируем реализацию российским фондовым рынком перераспределительной функции. Ценные бумаги играют определяющую роль в привлечении капитала государственными органами власти в целях финансирования дефицитов федерального и регионального бюджетов, выплат по обязательствам (составляют 76,4% в структуре источников федерального долга, или 8,6% ВВП за 2013 г.; 30,2% в структуре

источников регионального долга, или 0,7% ВВП). На муниципальном уровне доля ценных бумаг в источниках совокупного долга незначительна: 4,3%, или 0,02% ВВП.

Фондовый рынок является источником финансирования корпоративного нефинансового сектора объемом порядка 7,1% ВВП, но существенно уступает банковскому сектору с точки зрения объема привлекаемого компаниями капитала. В марте 2014 г. в обращении находилось 1068 выпусков облигаций более 330 эмитентов. Нефинансовые компании прибегают и к эмиссии акций: в 2013 г. 121 компания путем эмиссии акций привлекла 498,9 млрд руб.

Российский банковский сектор через инструменты фондового рынка формирует 4,6-5% (или 4% ВВП) совокупных пассивов и 13,6-15% (или 10,8-11,7% ВВП) совокупных активов.

Вместе с тем следует отметить слабую вовлеченность массового инвестора и их последующую трансформацию в инвестиции, о чем говорит низкий процент экономически активного населения (1,2%), вовлеченного в процесс инвестирования на фондовом рынке (для сравнения: в США на фондовом рынке инвестирует 28,7% всего населения, в Германии — 14%, в Бразилии — 9%, в Китае — 7%) [13; 46-47].

Анализ экономической статистики ([14]; [15] и др.), экспертных оценок ([16] и др.) позволил установить кризисные проявления на российском фондовом рынке в период собственно кризиса:

— первичный рынок государственных облигаций приостанавливает либо деактивирует свою деятельность на фоне дестабилизации рынка капитала.

Уже в первых числах сентября 2008 г. из четырех запланированных размещений суммарным объемом 30 млрд рублей два были признаны несостоявшимися из-за отсутствия спроса по предложенной эмитентом доходности, еще два аукциона были отменены эмитентом. В октябре 2008 г. Минфин РФ принял решение о приостановке проведения до конца года аукционов по размещению ОФЗ. В январе 2009 г. после трехмесячного перерыва удалось разместить лишь 3-летние выпуски. В феврале-марте 2009 г. размещения вновь не проводились до стабилизации ситуации;

— компании, планировавшие первичное или вторичное размещение (IPO / SPO), эмиссию облигаций, переносят размещения на более поздний срок или отказываются от них.

В период с сентября 2008 г. по апрель 2009 г. включительно корпоративные облигации если и размещались, то среди узкого круга лиц и со стороны ведущих эмитентов с госучастием (например, на ОАО «РЖД» в ноябре 2008 г. пришлось около 95% суммарного месячного объема размещения облигаций). Первичные и вторичные размещения акций имели существенно меньший объем в сравнении с докризисным периодом;

— фиксируются и учащаются случаи массовых дефолтов, банкротств. С начала октября 2008 г. по июль 2009 г. зафиксировано 192 технических и 165 реальных дефолтов по публичным обязательствам. Кризисные проявления периода дестабилизации в условиях российского фондового рынка в целом аналогичны таковым на зарубежных фондовых рынках. Тем не менее специфика их реализации заключается в более масштабных по своей сути кризисных проявлениях, что связано, по нашему мнению, с недостаточной диверсификацией

экономики, политическими рисками, другими фундаментальными причинами. Это подтверждает, например, максимальное в сравнении с другими развивающимися и развитыми странами падение российского фондового индекса ММВБ с мая 2008 г. по март 2009 г. — минус 73,3%, тогда как в среднем максимальное снижение по развивающимся рынкам составило 59,9% (Аргентина, Бразилия, Индия, Китай), по развитым — 49,9% (Великобритания, Германия, США, Франция, Южная Корея, Япония).

Проведенный анализ позволяет установить датировки кризисной ситуации на российском фондовом рынке в период 2008-2009 гг.: фактическая фиксация кризисных проявлений — конец июля — начало августа 2008 г.; фактическое начало кризиса на фондовом рынке — сентябрь 2008 г.

Введение понятия «кризисной ситуации», ее структурирование с выделением периода дестабилизации, собственно кризиса и посткризисного (постдестабилизационного) периода, раскрытие сущности каждого из выделенных структурных элементов позволяют выявить особенности их проявления в условиях российского фондового рынка, установить датировки кризиса на фондовом рынке, что, в конечном итоге, создает условия для дальнейших исследований — своевременной диагностики кризиса на фондовом рынке.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Болдырева Н.Б., Горловская И.Г. и др. Исследование финансовых рынков: теория, методология, практика: монография / под науч. ред. Н.Б. Болдыревой, Г.В. Черновой. Тюмень: Изд-во ТюмГУ, 2014. 356 с.
2. Barro, R.J., Ursua, J.F. Stock-market crashes and depressions // NBER Working Paper. 2009. № 14760. Pp. 3-23.
3. The Financial Crisis. Inquiry Report. Official USA government edition // U.S. Government Printing Office, 2011. 663 p.
4. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. 2001. № 4. Сер. 6. Экономика. С. 43-54.
5. Миркин Я.М. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия. М.: Финакадемия, 2008. 148 с.
6. Станик Н.А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации: дисс. ... канд. экон. наук. М., 2013. 333 с.
7. Basanta, E.P. Thapa Is the Subprime Crisis Unique? // Westfalische Wilhelms-Universität Munster. 2008. P. 33.
8. Большая экономическая энциклопедия. М.: Эксмо, 2007. 816 с.
9. Философский энциклопедический словарь / Гл. редакция: Л.Ф. Ильичев, П.Н. Федосеев, С.М. Ковалев, В.Г. Панов. М.: Советская энциклопедия, 1983. 840 с.
10. Беляев А.А. Системология организации: Учебник / А.А. Беляев, Э.М. Коротков. Под ред. Э.М. Короткова. М.: ИНФРА. 2000. 182 с.
11. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее. М.: ИНФРА-М. 2011. 397 с.
12. Галанов В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник. М.. ИНФРА-М. 2009. 379 с.
13. Российский фондовый рынок 2013: большие изменения — что ждать его участникам?: Аналитический доклад // НАУФОР. 2013. 84 с.
14. Центр раскрытия корпоративной информации (Интерфакс). URL: <http://www.e-disclosure.ru>
15. Национальные счета, цены // Федеральная служба государственной статистики РФ. М., 2012. URL: <http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/account>

16. Кризис 2008-2009 гг. (подборка) // Газета «Коммерсантъ». №№ 123 (3940), 132 (3949), 136 (3953), 146 (3963), 167 (3984). Москва, 2008. URL: [http://www.kommersant.ru/doc/913139;\(917365\);\(1008059\);\(1013211\);\(1027106\)](http://www.kommersant.ru/doc/913139;(917365);(1008059);(1013211);(1027106)).

REFERENCES

1. Boldyreva, N.B., Gorlovskaia, I.G. et al. *Issledovanie finansovykh rynkov: teoriia, metodologiia, praktika: monografiia* [The study of financial markets: theory, methodology, practice]. Tyumen, 2014. 356 p. (in Russian).
2. Barro, R.J., Ursua, J.F. Stock-market crashes and depressions. *NBER Working Paper*. 2009. № 14760. Pp. 3-23.
3. The Financial Crisis. Inquiry Report. Official USA government edition // U.S. Government Printing Office, 2011. 663 p.
4. Anikin, A.V. The typology of the financial crises. *Vestnik Moskovskogo universiteta — Bulletin of Moscow University*. 2001. № 4. Series 6, Economics. Pp. 43-54. (in Russian).
5. Mirkin, Ya.M. *Riski finansovogo krizisa v Rossii: faktory, stsennarii i politika protivodeistviia* [Risks of financial crisis in Russia: factors, scenarios and reaction policy]. Moscow, 2008. 148 p. (in Russian).
6. Stanik, N.A. *Krizisy na rynke tsennykh bumag: kharakternye cherty i metody rannei identifikatsii* (kand. diss.) [The stock market crisis: features and methods of the early identification (Cand. Sci. (Econ.) Diss.)]. Moscow, 2013. 333 p. (in Russian).
7. Basanta, E.P. Thapa Is the Subprime Crisis Unique? // Westfalische Wilhelms-Universität Münster. 2008. P. 33.
8. *Bol'shaia ekonomicheskaiia entsiklopediia* [Big economic encyclopedia]. Moscow, 2007. 816 p. (in Russian).
9. *Filosofskii entsiklopedicheskii slovar'* [Philosophy encyclopedia]. Moscow, 1983. 840 p. (in Russian).
10. Beliaev, A.A. *Sistemologiia organizatsii: Uchebnik* [Systemology of organization]. Moscow, 2000. 182 p. (in Russian).
11. Berdnikova, T.B. *Rynok tsennykh bumag: proshloe, nastoiashchee, budushchee* [The securities market: past, present, future]. Moscow, 2011. 397 p. (in Russian).
12. Galanov, V.A. *Rynok tsennykh bumag: Uchebnik* [Stock market]. Moscow, 2009. 379 p. (in Russian).
13. Russian stock market 2013: the big changes — what is waiting for members? Analytical report. *NAUFOR*. 2013. 84 p. (in Russian).
14. The center of corporate information disclosure (Interfax). URL: <http://www.e-disclosure.ru>
15. The Federal service of statistics of the Russian Federation (n.d.). National accounts, prices. URL: <http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat/rosstatsite/main/account>
16. Crisis 2008-2009. *Kommersant*. 123 (3940), 132 (3949), 136 (3953), 146 (3963), 167 (3984). URL: [http://www.kommersant.ru/doc/913139;\(917365\);\(1008059\);\(1013211\);\(1027106\)](http://www.kommersant.ru/doc/913139;(917365);(1008059);(1013211);(1027106)).

Авторы публикации

Болдырева Наталья Брониславовна — профессор кафедры финансов, денежного обращения и кредита Финансово-экономического института Тюменского государственного университета, доктор экономических наук

Парфенов Александр Александрович — управляющий ООО «Унисон Траст» (г. Тюмень)

Authors of the publication

Natalia B. Boldyreva — Dr. Sci. (Econ.), Professor, Department of Finance, Monetary Circulation and Credit, Tyumen State University

Alexander A. Parfenov — Managing Director, LTD Company “Unison Trust” (Tyumen)