

УДК 336.66

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИЙ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ЗА СЧЕТ ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

С.Д. Агеева

Институт экономики и организации
промышленного производства СО РАН
E-mail: swtageeva@gmail.com

В настоящее время отсутствует статистика, которая позволила бы определить совокупное влияние/вклад инструментов фондового рынка в общий объем инвестиций в основной капитал. Для изучения влияния инструментов фондового рынка на инвестиционную деятельность в стране имеется информация об объемах выпуска облигаций корпоративными и государственными компаниями, а также о первичных (IPO) и вторичных (SPO) размещениях на национальном и международном финансовых рынках. Эта информация аккумулируется в Центральном банке как надзорном органе, в НКО «Национальный расчетный депозитарий» (НРД), получившем в 2012 г. статус центрального депозитария, в саморегулируемой организации НАУФОР. Объем инвестиций, которые привлекаются в экономику посредством инструментов фондового рынка, зависит от факторов, определяющих институциональные условия функционирования рынка.

Ключевые слова: инвестиции в основной капитал, облигации, фондовый рынок, IPO.

EVALUATION OF INVESTMENTS IN FIXED CAPITAL THROUGH STOCK MARKET TOOLS

S.D. Ageeva

Institute of Economics and Industrial Engineering
of the Siberian Branch of the RAS
E-mail: swtageeva@gmail.com

Currently, there is no statistics that would help to determine the cumulative effect/contribution of stock market tools to the total investment in fixed capital. In order to study the effect of stock market tools on investment activities in the country there is information on the volume of corporate and state companies bond issues as well as the initial (IPO) and secondary (SPO) floatation on the national and international financial markets. This information is stored in the Central Bank as the supervisory authority, in the NGO «National Settlement Depository» (NSD), which in 2012 received the status of a central depository, in the self-regulatory National Association of Securities Market Participants (NAUFOR). The volume of investments that are involved in the economy through stock market tools depends on the factors that determine the institutional conditions for the market functioning.

Keywords: investment in fixed assets, bonds, stock market, IPO.

ВВЕДЕНИЕ

Фондовый рынок является важной частью финансовой системы в рыночно-ориентированных экономиках. Это обусловлено его ролью в обеспечении экономического роста путем привлечения инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики: на фондовом рынке происходит

аккумулирование средств инвесторов и обеспечение мобильного перетока капиталов к наиболее эффективным собственникам и проектам. Чем более развит фондовый рынок, тем больше компаний рассматривают его как механизм привлечения инвестиций для развития бизнеса. Если же фондовый рынок развит слабо, то компании преимущественно используют иные механизмы инвестирования, например, кредитные ресурсы банков, собственные средства. Таким образом, фондовый рынок влияет на перетоки капитала в рыночно-ориентированных экономиках, способствует структурной перестройке через перераспределение совокупных накоплений в экономике в сферы растущего спроса на новую продукцию. Количество оценки объемов инвестиционных ресурсов, привлекаемых на фондовом рынке, могут, на наш взгляд, служить индикатором реформирования экономики и успешности проводимых реформ. Динамика этих оценок будет свидетельствовать о тенденциях, существующих на фондовом рынке в зависимости от инвестиционного климата в стране.

1. РАЗВИВАЮЩИЕСЯ ЭКОНОМИКИ И РОССИЯ

Развитый фондовый рынок является инструментом привлечения инвестиций в экономику. Это особенно необходимо тем странам, в которых потребность в инвестировании превышает совокупные внутренние сбережения. К числу таких стран относятся развивающиеся экономики (*emerging market* или *emerging market economy*). Данная терминология введена в 80-х гг. прошлого века. К развивающимся рынкам или рынкам стран формирующихся экономик относят те, которые достигли порогового уровня валового национального продукта на душу населения (согласно методике Мирового банка), находятся в фазе реформ, но экономика которых особенно уязвима для внутренних и внешних шоков. Классификационными признаками таких стран являются:

- 1) уровень доходов на душу населения;
- 2) темпы роста экономики;
- 3) стадия развития или степень открытости экономики;
- 4) институциональные условия:
 - новые правительства,
 - новые институциональные нормы,
 - изменение структуры управления в стране.

Важным направлением реформирования экономик является усиление роли фондового рынка и выполнения им инвестиционных функций. Поэтому изучение масштаба, динамики и структуры фондового рынка позволит получить характеристики «продвинутости» реформ, а также проводить межстрановые сопоставления степени влияния фондового рынка на экономический рост.

Существуют значимые различия характеристик фондового рынка развитых и развивающихся экономик. Основными критериями принадлежности фондового рынка конкретной страны к развитым или *emerging market* являются: показатель насыщенности хозяйственного оборота ценными бумагами; уровень рыночного риска (кредитного, валютного, законодательного, риска ликвидности и т.п.), капитализация по отношению к ВВП

и на душу населения, роль фондового рынка страны в перераспределении денежных ресурсов в целях инвестирования. Изучая влияние фондового рынка на объем инвестиций, принято отдельно оговаривать проявление особых черт инвестиций на фондовых рынках развивающихся экономик, например, высокую их волатильность и риски.

Страны с формирующимиися экономиками различны по объему экономик, зрелости и глубине фондового рынка. В основе классификации стран Международной финансовой корпорации на развитые и развивающиеся рынки лежит критерий уровня развития рынка акций. К группе рынков, которые формируются, попали 77 стран мира, а к группе развитых рынков – 24. В классификации стран Мирового банка за основу берется показатель валового дохода на душу населения. В [3] представлена новая методология классификации всех стран с быстроразвивающимися рынками, основанная на построении специального индекса. Этот индекс рассчитывается по пяти компонентам, каждый из которых включает несколько переменных, характеризующих макроэкономические показатели (темперы инфляции, рост реального ВВП, состояние государственных финансов); макроэкономические условия; человеческий капитал, степень свободы (экономическая и политическая свобода). Наиболее известны такие группировки этих стран, как BRICS, Next-11- (объединены самые густонаселенные и быстроразвивающиеся страны), рынки с высокой добавленной стоимостью или новые индустриальные страны, страны с переходной экономикой (бывшие социалистические страны Центральной и Восточной Европы). К числу emerging market относится и Россия.

Для оценки результативности экономических реформ в emerging market важно знать вклад фондового рынка в совокупные инвестиции в экономику. Оценить масштаб этого воздействия можно, определив долю инвестиций, полученных на фондовом рынке, в общем объеме инвестиций. Данное соотношение может приниматься как характеристика выполнения фондовым рынком его базовой функции. Таким образом, размер инвестиций, привлеченных в экономику инструментами фондового рынка, будет характеризовать результативность экономических реформ в переходных экономиках. Традиционно роль фондового рынка определяется совокупностью показателей, таких как объемы операций с акциями и облигациями, капитализация рынка, объемы первичного размещения и многими другими.

2. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ФОНДОВОГО РЫНКА

Для определения влияния механизма привлечения инвестиций с фондового рынка на масштаб инвестиционного процесса в стране следует ответить на вопрос об инструментах и эмитентах ценных бумаг.

Ответ на вопрос об инструментах очевиден: речь идет об акциях и облигациях. Для оценки масштабов долгового заимствования на фондовом рынке необходимо использовать статистику объемов первичных выпусков корпоративных облигаций и так называемых проектных или инфраструктурных облигаций. В условиях выпуска этих бумаг прямо указываются направления использования привлеченных с рынка средств на цели строительства объектов. Аналогичные цели прописаны в проспектах эмиссии

акций, попадающие на рынок через процедуры первичного (IPO) или вторичного (SPO) размещения на национальном и международном финансовых рынках. С определенной долей условности к инструментам заимствования с инвестиционными целями можно отнести и биржевые облигации. Еврооблигации корпоративных заемщиков также можно рассматривать как инструмент привлечения валютной ликвидности с инвестиционными целями.

2.1. Корпоративные облигации

Кроме показателя объема первичных размещений ситуацию на долговом рынке характеризуют показатели оборота с облигациями и объем рынка. Показатель оборота свидетельствует об объемах торговли облигациями на биржевом и внебиржевом вторичных рынках. Этот показатель не связан с инвестициями в экономику. Доля операций РЕПО в структуре оборота показывает, насколько широко эти инструменты используются в кредитовании участников фондового рынка. По смыслу этих операций объем операций РЕПО связан с масштабами кредитного рынка страны и не связан напрямую с инвестиционными функциями фондового рынка.

Объем рынка облигаций показывает номинальный объем находящихся в обращении облигационных выпусков, т.е. с учетом предстоящего срока их погашения. С точки зрения инвестиций данный показатель интересен по структуре сроков обращения облигаций. По данным [6] на начало 2013 г. в России общий объем выпусков облигаций в группе до 1 года и от 1 года до 2 лет составил 0,2 %, а облигации со сроком обращения от 2 до 3 лет и от 3 до 5 лет составляли более 48 %, более 5 лет – 51,8 %. Такие «длинные» выпуски можно соотнести с инвестиционными целями использования полученных от эмиссии облигаций средств заемщиками.

Привлеченные с рынка средства при размещении облигаций или акций, очевидно, являются лишь верхней оценкой потенциальных инвестиций в экономику, поскольку содержат ряд статей, расходы по которым не будут воплощены в основном капитале. Это расходы эмитента на покрытие затрат на подготовку эмиссии, выплаты дохода организаторам размещения, расходы на рекламную кампанию и ряд других статей. Итак, информация о целях выпуска инструментов фондового рынка в соответствующих эмиссионных документах – акций и облигаций – позволяет получить определенные оценки объемов средств, привлеченных на цели инвестирования с фондового рынка.

Что касается вопроса об эмитентах облигаций, мы полагаем целесообразным не принимать во внимание объемы эмиссий государственных облигаций Министерства финансов, и облигации, выпускаемые Центральным банком, поскольку в этих случаях преследуются иные цели. Средства, полученные от размещения гособлигаций, направляются на осуществление политики макрорегулирования. Облигационные займы субъектов Федерации также ориентированы на достижение текущих целей, преследуемых региональными правительствами, хотя здесь бывают исключения. Облигации корпоративного сектора имеют инвестиционную составляющую, тем более, если это проектные облигации. Попутно отметим, что

данный инструмент становится все более популярным и имеет шанс стать массовым средством заимствования в связи с ожиданиями власти получить эффект от государственно-частного партнерства. Тем более, что опыт выпуска облигаций в рамках выполнения концессий уже имеется, например, при строительстве автодорожной магистрали или оздоровительных комплексов в Нижегородской области. Так, для строительства автомобильной дороги концессионером ОАО «Главная дорога» более 60 % необходимо финансирования получено с помощью эмиссии шести облигационных заемов [6].

Определим объемы первичных размещений облигационных выпусков корпоративных заемщиков, используя статистику Национальной ассоциации участников фондового рынка и данные Национального депозитария. Первичный рынок корпоративных облигаций в России по данным НАУФОР за 2007–2014 гг. имеет следующую динамику (рис. 1).

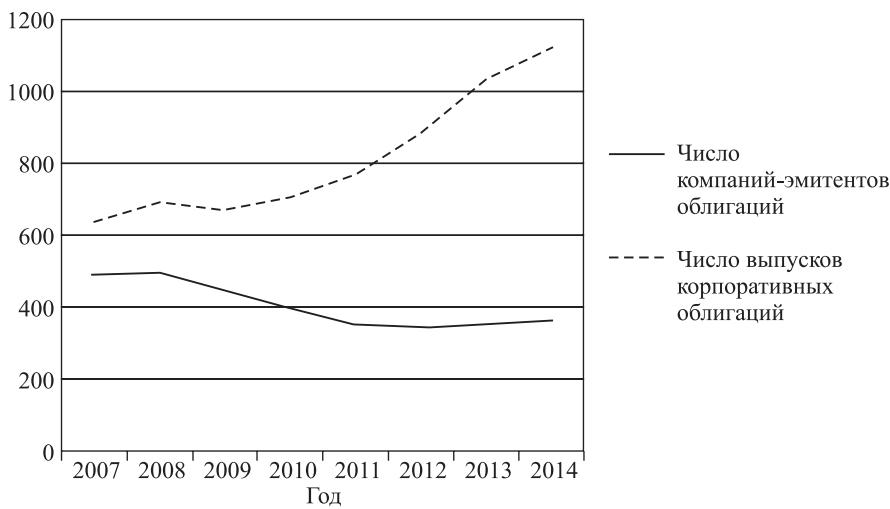


Рис. 1. Рынок корпоративных облигаций России

Отметим последовательную тенденцию сокращения числа компаний-эмитентов облигаций. При этом столь же последовательно растет число выпусков корпоративных облигаций. Это означает, что на фондовом рынке России сформировался круг эмитентов, чья кредитная история позволяет устойчиво осуществлять долговое финансирование своего бизнеса с фондового рынка. Количество корпоративных выпусков выросло с 639 до 1211. Судя по данным структуры оборота на биржевом рынке корпоративных облигаций, наиболее востребованы облигации ОАО «НК «Роснефть», ОАО «РЖД», ОАО «Россельхозбанк» ОАО «Банк ВТБ», ОАО «ФСК ЕЭС», Внешэкономбанк, ОАО «Газпромбанк», ОАО «ОАК». Из этих данных мы можем сделать вывод о том, что фондовый рынок как источником привлечения инвестиций пользуются крупные государственные корпорации. Эти же компании являются заемщиками на рынке еврооблигаций.

Число эмитентов новых облигационных выпусков (отношение числа компаний, осуществивших новые облигационные выпуски, к общему числу эмитентов облигаций выпусков) имеет значимую динамику (табл. 1).

Таблица 1

Динамика новых облигационных выпусков в России

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.	2012 г.	2013 г.
Число компаний-эмитентов облигаций	487	495	440	394	349	342	353
Число эмитентов новых выпусков	201	154	147	158	170	206	250
Доля эмитентов новых выпусков	0,413	0,311	0,3341	0,401	0,487	0,602	0,708

Снижение доли эмитентов новых выпусков в 2008–2009 гг. – естественное следствие кризисных явлений в экономике. Последовательный рост этой доли в дальнейшем объясняется дефицитом инвестиционных ресурсов в экономике. Эта тенденция в 2014 г. имела продолжение, и к объясняющим фактором добавился новый – закрытие западных рынков капитала для крупнейших государственных компаний. Это существенное ограничение для компаний, так как за период 2007–2014 гг. объем заимствований с внешнего рынка увеличился в 2,9 раза, а с внутреннего рынка примерно в 2 раза, соотношение внутреннего и внешнего рынков составило к концу периода 55:45. Примером такой ситуации является беспрецедентное по объему размещение 14 выпусков биржевых облигаций компанией ОАО «Роснефть» в декабре 2014 г. на 625 млрд руб. Таким образом, рост объемов долгового рынка является следствием структурных проблем в экономике, усугубивших дефицит инвестиций в стране.

Источником данных об объемах эмиссий корпоративных облигаций является также Центральный депозитарий, где хранятся глобальные сертификаты выпусков. Сектор корпоративных облигаций включает в себя облигации российских корпоративных эмитентов, облигации международных финансовых организаций и иностранных государств, допущенные к размещению и обращению на территории Российской Федерации. По данным [7] рынок рублевых негосударственных облигаций сравним по размеру с рынком российских корпоративных долларовых евробондов и в 17 раз превосходит объем выпущенных рублевых еврооблигаций. В 2013 г. было размещено корпоративных еврооблигаций (кроме рублевых) на 42 млрд долл. В корпоративном сегменте внутреннего рынка большинство бумаг было выпущено эмитентами с рейтингом инвестиционного уровня, представляющими такие отрасли, как нефтегазовая, транспортная и энергетическая. Отметим, что оценка эффективности расходования инвестиций за счет облигационных выпусков имеет публичную историю в виде цены облигаций, купонного или дисконтного дохода, а в случае неэффективности инвестиций – дефолта, как это случалось ранее с выпуском облигаций РАО «Высокоскоростные магистрали», обращавшихся на ММВБ и имевших гарантии Правительства Российской Федерации.

Как отмечено выше, объем первичных размещений корпоративных облигаций может с определенной долей условности аппроксимировать объем инвестиций в экономике за счет заимствования с облигационного рынка (рис. 2). До кризиса 2008 г. доля облигационных заимствований составляла примерно 7 % от инвестиций в основной капитал, после кризиса это соотношение достигло 16 % на фоне снижения ежегодных темпов роста инвестиций после 2012 г. с 20 % в 2011 г. до 0,6 % в 2014 г. Отметим важную

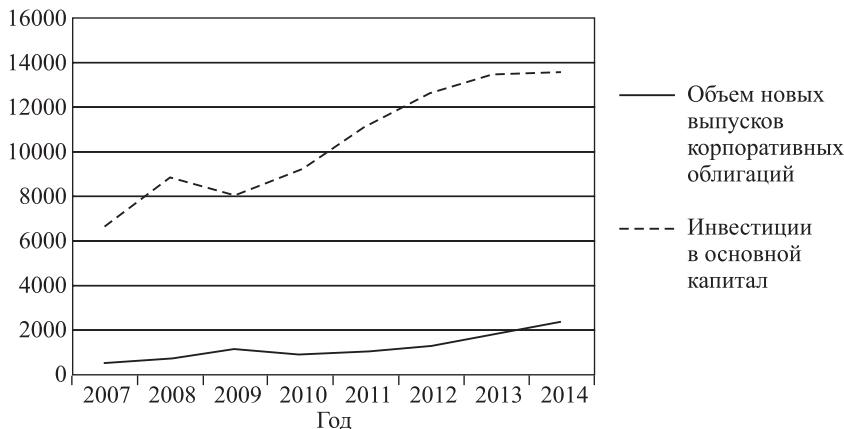


Рис. 2. Динамика первичных размещений корпоративных облигаций в России и инвестиции в основной капитал (млрд руб.)

особенность динамики объемов размещений облигаций: последовательный рост объемов облигационного рынка на фоне ухудшения экономической ситуации в экономике России, характеризуемую экономистами как стагнация и структурный кризис.

Для межстрановых сопоставлений уровня развития облигационного рынка как критерия развития фондового рынка реформируемых экономики можно использовать относительный показатель: объем облигационного рынка к ВВП. В России за 7 лет эта доля выросла с 4 до 8 %.

2.2. Рынок акционерного капитала

Кроме облигаций источником инвестиций компаний являются ресурсы от IPO и SPO. В табл. 2 представлены данные о количестве размещений и объемы привлеченных инвестиций в ходе IPO [4]. Динамика изменения первичных размещений компаний более нестабильна, чем эмиссии облигаций корпоративных эмитентов за этот же период.

Таблица 2
Объемы первичных размещений акций в России

Период	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2010 г.	2011 г.
Объем размещений, млн долл.	620	4551	17743	23896	2604	1333	6690	11369
Число размещений	5	13	23	26	16	12	25	21

По этим данным до кризиса 2008 г. были достигнуты максимальные параметры рынка. Ежегодно росли объемы IPO и число компаний, вышедших на первичный рынок. Свыше 50 компаний стали в этот период публичными. Становление рынка IPO происходило на фоне совершенствования российской институциональной среды и биржевой инфраструктуры. В 2007 г. достигнут максимальный объем размещений на биржах России и зарубежных площадках.

После кризиса в 2009 г. рынок не восстановился, было проведено всего одно размещение компании «Институт стволовых клеток человека» на Рынке инноваций и инвестиций (РИИ) Московской биржи. В 2009 г. 32 компании намеревались провести размещение, в 2010–2012 гг. – более 60, но практически все они отказались от своих планов. В 2012 г. делались заявления о намерениях привлечения инвестиций посредством публичного размещения, однако в течение 2012 г. наблюдались лишь единичные случаи выхода на зарубежные рынки капиталов, в том числе компаний с государственным участием. Большая часть планов проведения IPO перенесена на более поздние сроки. Совокупный объем эмиссий компаний составил за 10 лет около 75 млрд долл. По итогам 2010 г. 47 % приходилось на Русал (IPO, 2,2\$). По итогам 2011 г. российский рынок IPO вырос на 60 %, 40 % стоимостного объема рынка приходится на «ВТБ» (SPO, 3,3\$) и Яндекс (IPO, 1,3\$).

Более устойчиво на протяжении всего послекризисного периода выглядит динамика IPO в секторе РИИ Московской биржи. 85 % компаний, осуществивших там IPO, указывали инвестиционные цели привлечения средств. В течение 2010–2013 гг. регулярно происходили первичные размещения небольших компаний, пополняющих количество эмитентов акций Московской биржи. Суммарная капитализация этого сегмента на конец 2013 г. составляет 36,8 млрд руб. (примерно 1,19 млрд долл.) – всего 0,14 % от общей капитализации Московской биржи [2]. Это свидетельствует о том, что рынок акций в России не скоро станет популярным способом привлечения инвестиций для структурной перестройки экономики.

Если сравнить объемы IPO (рис. 3) и размещения облигаций (см. рис. 2) после 2008 г. необходимо отметить их разнонаправленную динамику. Рынок акций не восстановился после кризиса, а наоборот, преодолевает в состоянии стагнации. Этот факт мы можем объяснить тем, что рынок акционерного капитала чутко реагирует на неадекватные институциональные изменения, которые суммируются понятием «плохой инвестиционный климат».

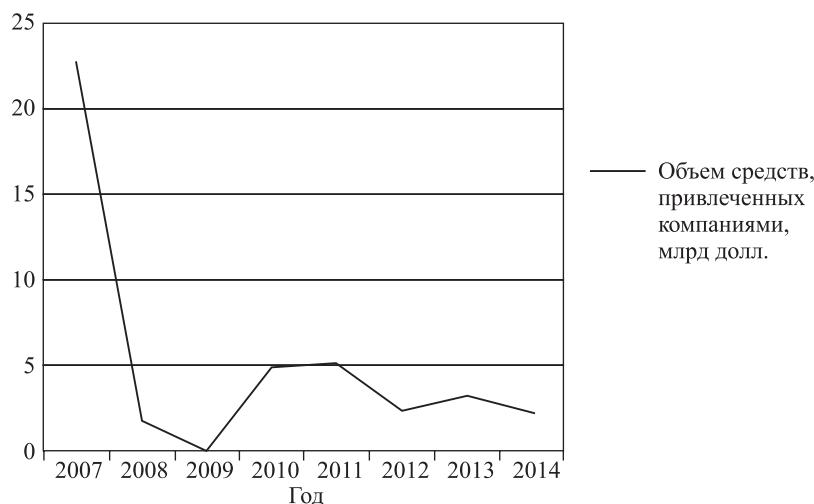


Рис. 3. Динамика первичных размещений в 2007–2014 гг. по данным НАУФОР

Среди всех сегментов фондового рынка наиболее точно выполняет роль индикатора качества инвестиционной среды именно рынок акций. Рынок акций и его сегмент IPO весьма чувствителен к нерыночным (ручным) методам его регулирования. Как было отмечено выше, количество IPO в развивающихся экономиках может служить характеристикой успешности рыночных реформ, поскольку свидетельствует о развитии рыночных механизмов привлечения капитала в производство.

3. ОЦЕНКА ВКЛАДА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА В ИНВЕСТИЦИИ В ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ ГОСУДАРСТВЕННОЙ СТАТИСТИКОЙ

По данным государственной статистики инвестиций в основной капитал (в действующих ценах с конца 90-х гг. по настоящее время) средства от выпуска корпоративных облигаций и средства от эмиссии акций составляли до 2004 г. менее 1 % (рис. 4). Максимальная доля участия инструментов фондового рынка в инвестициях в основной капитал составила около 7 % в 2007 г., а далее она последовательно снижалась, вернувшись к уровню в 1 %. Следует отметить, что в отличие от данных, приводимых нами ранее, участие облигационных заимствований в инвестициях существенно ниже, чем акционерного капитала. Если сопоставить результаты оценок инвестиций по государственной статистике и на основе данных об IPO и размещения облигаций, можно выявить несоответствие. Эта ситуация требует дополнительного исследования вопроса, учитываются ли ресурсы, привлекаемые с инвестиционными целями на рынке еврооблигаций и биржевых облигаций российскими корпоративными заемщиками.



Рис. 4. Динамика средств, полученных от выпуска акций и облигаций, в инвестициях в основной капитал РФ. Рассчитано по форме «Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования» в фактически действовавших ценах

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Совокупные оценки потенциальных инвестиций за счет привлечений с открытого рынка позволяют получить представление о возможностях инструментов фондового рынка стать источником экономического роста в странах, проводящих рыночные реформы. В России по оценке государственной статистики в период с начала 2000 гг. привлечение инвестиций через выпуск облигаций и размещение акций составляло ориентировочно от 0,1 до 3,4 % от суммарных инвестиций в основной капитал.

Для характеристики хода реформ в экономике более важным оказалась информация не об абсолютных объемах привлечения инвестиций с фондового рынка, а их погодовая динамика. Судя о динамике IPO и облигационных заимствованиях кризис 2008 г. стал переломным моментом в проведении экономических реформ. До 2008 г. благодаря интенсивным преобразованиям институциональной среды инвестиционный климат в стране благоприятствовал росту объемов инвестиций через инструменты фондового рынка. Увеличилось число компаний, выпускающих облигации на внутреннем и внешнем рынках. К 2007 г. объем IPO увеличился с начала 2000 гг. в пятикратном размере. На этом основании прогнозные оценки правительственной программы приватизации оценили объем привлечения инвестиций с фондового рынка в размере 30–50 млрд долл. После кризиса 2008 г. объемы IPO существенно сократились, что связано с отсутствием реформ, улучшающих инвестиционную среду в экономике. Рост облигационного рынка в этот период обусловлен программами заимствования государственных корпораций, масштабы деятельности которых ухудшают конкурентную среду в экономике, что в свою очередь препятствует выполнению фондовым рынком своих классических функций.

Литература

1. Агеева С.Д. Особенности применения механизма государственно-частного партнерства в освоении природных ресурсов // Регион: экономика и социология. 2014. № 3. С. 183–202.
2. Агеева С.Д. Российский рынок акций: движение в противоположном от запланированного направлении // ЭКО. 2013. № 7. С. 42–53.
3. Новая методология в классификации стран с быстроразвивающимися рынками – новое исследование М., Сколково, 2011.
4. Проект Offerings.ru / «IPO и Частные размещения в России» за 2011 год.
5. Рынки акций и экономический рост. М., Сколково, 2012. С. 41.
6. Сделки на рынке негосударственных облигационных займов за 2012 год // Депозитариум. 2014. № 2 (132). С. 34–35.
7. Финансовые инструменты // Депозитариум. 2014. № 2 (132).
8. Российский фондовый рынок. События и факты. Обзор за 2010–2014 / составители: А.Я. Трегуб, И.Ю. Грабучая, А.В. Тимофеев, К.В. Зверев, Ю.А. Тюфтяева. <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/>
9. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра («Идеальная модель», 2008 г.), НАУФОР, при участие Центра развития фондового рынка Ernst and Young, Thomas Murray. URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>
10. URL: <http://www.econ.spbu.ru/profs/shavshukov%20vm/5-1-2012-2.pdf>.

Bibliography

1. Ageeva S.D. Osobennosti primenenija mehanizma gosudarstvenno-chastnogo part-njorstva v osvoenii prirodnyh resursov // Region: jekonomika i sociologija. 2014. № 3. P. 183–202.
2. Ageeva S.D. Rossijskij rynok akcij: dvizhenie v protivopolozhnom ot zaplanirovannogo napravlenii // JeKO. 2013. № 7. P. 42–53.
3. Novaja metodologija v klassifikacii stran s bystrorazvivajushhimisja rynkami – novoe issledovanie M., Skolkovo, 2011.
4. Proekt Offerings.ru / «IPO i Chastnye razmeshhenija v Rossii» za 2011 god.
5. Rynki akcij i jekonomicheskij rost. M., Skolkovo, 2012. P. 41.
6. Sdelki na rynke negosudarstvennyh obligacionnyh zajmov za 2012 god // Depozitarium. 2014. № 2 (132). P. 34–35.
7. Finansovye instrumenty // Depozitarium. 2014. № 2 (132).
8. Rossijskij fondovyj rynok. Sobytiya i fakty. Obzor za 2010–2014 / Sostaviteli: A.Ja. Tre-gub, I.Ju. Grabucha, A.V.Timofeev, K.V.Zverev, Ju.A. Tjuftjaeva. <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/>
9. Rossijskij fondovyj rynok i sozdanie mezhdunarodnogo finansovogo centra («Ideal’-naja model’», 2008 g.), NAUFOR, pri uchastie Centra razvitiya fondovogo rynka Ernst and Young, Thomas Murray. URL:<http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>
10. URL: <http://www.econ.spbu.ru/profs/shavshukov%20vm/5-1-2012-2.pdf>.