# **1. Финансовые рынки и финансовые институты и их роль в финансировании экономики**

## 1.1 Понятие, функции и структурная организация финансового рынка

Эффективное функционирование экономики современного государства объективно требует хорошо развитого и эффективно действующего *финансового рынка*.

В принципе, экономика могла бы процветать (по крайней мере – существовать) и без финансовых рынков, если бы одни и те же хозяйствующие субъекты сберегали средства и мобилизовывали капитал для ее развития. Однако, с одной стороны, в современном хозяйстве субъекты рынка, занимающиеся преимущественно мобилизацией финансовых ресурсов, используют для инвестиций в реальные активы больше средств, чем сберегают. С другой стороны, домашние хозяйства накапливают больше средств, чем расходуют на цели потребления. Следовательно, чем выше разрыв между объемами предлагаемых инвестиций и сбережений, тем актуальнее необходимость существования эффективного финансового рынка для распределения фондов денежных средств между конечными потребителями. Согласование интересов конечного инвестора и конечного владельца денежных средств осуществляется оптимальным образом и с минимальными издержками как раз на финансовом рынке.

В общем случае финансовые ресурсы можно получить двумя путями:

* безвозмездно;
* посредством обмена, т.е. финансовые ресурсы могут выступать объектом купли-продажи.

Финансовый рынок – неоднозначное понятие, т.е. существуют различные подходы к определению понятия «*финансовый рынок*».

В одном из определений *финансовым рынком* называется сфера, где покупаются и продаются финансовые ресурсы.

В несколько иной интерпретации *финансовый рынок* представляет собой сферу реализации финансовых активов и экономических отношений, возникающих между продавцами и покупателями этих финансовых активов.

При этом *финансовые активы* – это товары финансовых рынков, к числу которых можно отнести:

* деньги (рубли и иностранная валюта);
* коммерческие и фондовые ценные бумаги;
* документы, представляющие безусловное долговое обязательство страховых компаний и пенсионных фондов (страховое свидетельство, медицинский полис, страховой полис);
* драгоценные металлы в слитках (за исключением ювелирных изделий и бытовых изделий из них);
* объекты недвижимого имущества.

Особого внимания в этом плане заслуживают внимания исследования И.Г. Горловской. Она определяет финансовый рынок как превращенную форму экономических отношений, поскольку он «является компромиссом между сферой распределения и сферой обмена». Родовые понятия финансового рынка («финансы» и «рынок») взаимоисключают друг друга: «если распределение и перераспределение при помощи финансов носит однонаправленный и безвозмездный характер, то рынок предполагает обмен эквивалентами». С другой стороны, «невозможность сформировать финансовые ресурсы, денежные фонды для определенных целей вынуждает экономические субъекты искать их дополнительные источники за пределами сферы распределения, т.е. обращаться в сферу обмена». И.Г. Горловская называет финансовым материалом «предлагаемый для обмена излишек финансовых ресурсов донора, который в результате обмена превращается в финансовые ресурсы реципиента».

С *экономической точки зрения* финансовый рынок представляет собой систему экономических отношений, связанных с процессами эмиссии ценных бумаг, их размещения, а также актами купли и продажи (обращения) финансовых инструментов (выступающих в роли товаров на финансовых рынках).

С *организационной точки зрения* финансовых рынок можно рассматривать как совокупность финансовых институтов, экономических субъектов, осуществляющих эмиссию, куплю и продажу финансовых инструментов. При этом каждый финансовый институт наделен определенными полномочиями по ведению тех или иных операций с конкретным набором финансовых инструментов.

Кроме того, следует иметь в виду соотношение понятий «*финансовый рынок*» и «*финансовые рынки*». В современной экономической литературе они часто используются параллельно. На наш взгляд, с точки зрения теории важно подчеркнуть различие в их смысловой нагрузке в зависимости от контекста, в котором употреблены обозначенные термины. Очевидно, в широком смысле слова, термин «финансовый рынок» носит обобщающий характер и предполагает рассмотрение всех его структурных элементов и звеньев (отдельных «финансовых рынков» в узком понимании) в единстве и целостности, т.е. как системного образования. Соответственно, в узком смысле слова термин «финансовый рынок» означает отдельно взятый структурный элемент системы (в частности, рынок ценных бумаг, валютный рынок и т.д.), но сохраняющий все ее определяющие характеристики.

В зарубежной экономической литературе получил распространение подход, согласно которому в понятие «*финансовый рынок*» принято включать все рынки в финансовой системе, посредством которых организации (как государственные учреждения, так и частные фирмы) могут финансировать свою деятельность.

При этом в состав финансового рынка включается как д*енежный рынок*, так и *рынок капиталов*.

Денежный рынок предоставляет в распоряжение государственных органов и крупных организаций краткосрочное финансирование (срочностью до 1 года).

Рынок капиталов, напротив, удовлетворяет среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) финансовые потребности хозяйствующих субъектов и государства.

Следовательно, *основное назначение* финансовых рынков состоит в обеспечении эффективного распределения накоплений (денежных фондов) между конечными потребителями финансовых ресурсов.

Дискуссионной и неоднозначной является проблема выделения *функций финансового рынка*. В соответствии с одним из подходов в их числе можно выделить:

* + 1. Реализация стоимости и потребительной стоимости, заключенной в финансовых активах. В процессе выполнения этой функции происходит движение стоимости общественного продукта, которое завершается обменом денег на финансовый актив.
    2. Организация процесса доведения финансовых активов до потребителей (покупателей, вкладчиков). Эта функция внешне проявляется через создание сети различных институтов по реализации финансовых активов (банков, бирж, брокерских контор, инвестиционных фондов, фондовых магазинов и т.п.).
    3. Финансовое обеспечение процессов инвестирования и потребления. Содержание этой функции состоит в создании финансовым рынком условий для аккумулирования предпринимателями денежных ресурсов, необходимых для развития коммерческой деятельности, а также для удовлетворения личных (социальных) потребностей.
    4. Воздействие на денежное обращение. В данном случае имеется в виду создание финансовым рынком условий для непрерывного движения денег в процессе совершения различных платежей и регулирования объема денежной массы в обращении. Через данную функцию реализуется денежная политика государства.

Однако этот подход не является единственным и универсальным. На наш взгляд, представляется целесообразным выделять две группы функций финансового рынка в экономике:

* + - * *Общие функции*, выполняемые финансовым рынком, но при этом характерные для всех других видов рынков (в частности, товарных). Как и любые другие рынки (в частности, товарные), финансовый рынок выполняет некоторые общие функции, как-то: коммерческая, ценовая, информационная, регулирующая.
      * *Специфические функции* финансового рынка, которые реализуются непосредственно в процессе обращения финансовых активов на рынке как особого инвестиционного товара.

Во-первых, финансовый рынок является гибким и эффективным регулятором воспроизводственного процесса и его финансового обеспечения, поскольку его механизм позволяет осуществлять перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, а также ее участниками (субъектами). Данную функцию мы можем определить как *перераспределительную*.

Во-вторых, финансовый рынок является механизмом аккумуляции и мобилизации свободных денежных средств инвесторов. Данную функцию финансового рынка можно именовать *аккумулирующей*.

В отдельных изданиях в числе специфических функций рынка ценных бумаг также указывают функцию страхования ценовых и финансовых рисков. Действительно, обращение широкого спектра производных финансовых инструментов в современных условиях позволяет решать и эти задачи. Вместе с тем, на наш взгляд, более важным является выделение других специфических функций – *трансформационной* и *инновационной*.

Поскольку финансовый рынок – сложное и многогранное понятие, необходимо четко представлять его *структуру*. Рассмотрим несколько альтернативных точек зрения по этой проблеме.

В одной из первых отечественных работ по рассматриваемым проблемам, а именно – монографии Б.И. Алехина «Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции», мы встречаем базовые понятия «финансовый рынок», «рынок капитала», «рынок ценных бумаг», однако четких их формулировок не обнаруживаем, но находим видение автором структуры рынка:

*Финансовый рынок = Рынок банковских ссуд + Рынок ценных бумаг.*

Затронутая Б.И. Алехиным проблема исследования структуры финансового рынка в дальнейшем разрабатывалась и другими авторами. В частности, М.Ю. Алексеев, определив, что финансовый рынок есть рынок, обеспечивающий распределение денежных средств между участниками экономических отношений, тоже разделил его на рынок банковских ссуд и рынок ценных бумаг. Последний же был определен им как охватывающий кредитные отношения и отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов – ценных бумаг, которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и погашаться.

Хотя такого рода разделение финансового рынка и не было достаточно взвешенным и бесспорным (составляющая «рынок банковских ссуд» не охватывает всех отношений, связанных с кредитом, обособленным от сегментов рынка ценных бумаг), оно тем не менее позволило подойти к определению рынка ценных бумаг как особого экономического института.

В трактовке Е.В. Михайловой категория «финансовый рынок» по своему содержательному наполнению фактически уравнивается (отождествляется) с категорией «рынок ценных бумаг» в понимании других исследователей. Мы считаем, что подобный подход к понятию «финансовый рынок», несомненно, имеет право на существование, но не является оптимальным, поскольку рынок ценных бумаг – важный, но отнюдь не единственный элемент в системе финансового рынка.

*Финансовый рынок = Рынок ценных бумаг.*

По мнению П.Ю. Бороздина, понятия финансового рынка и рынка капиталов полностью идентичны, тождественны:

*Финансовый рынок = Рынок капиталов*

В 1995 г. вышли монографии Е.Ф. Жукова «Ценные бумаги и фондовые рынки», Я.М. Миркина «Ценные бумаги и фондовый рынок» и коллективная работа «Финансы» под редакцией В.М. Родионовой.

В работе Е.Ф. Жукова «Ценные бумаги и фондовые рынки» широко используется категория «рынок ссудных капиталов», который «функционально и институционально включает операции частных кредитно-финансовых институтов, государственных учреждений, иностранных институтов и рынок ценных бумаг, который, в свою очередь, делится на внебиржевой (первичный) и биржевой оборот, а также рынок через прилавок – «уличный» рынок».

Здесь следует иметь в виду, что не вполне корректно отождествлять понятия «*финансовый рынок*» и «*рынок ссудных капиталов*». Соответственно основным способам вложения денежного капитала (ссуда; совладение) в составе финансового рынка нужно выделять и разграничивать ссудный рынок и рынок долевого участия. Ссудный рынок – это определенный сегмент финансового рынка, где денежный капитал предоставляется в долг на условиях возвратности, срочности и платности, иначе говоря, капитал ссужается.

В другом, самом, пожалуй, объемном отечественном исследовании, проведенном Я.М. Миркиным, со ссылкой на зарубежный первоисточник и, таким образом, опорой на компетенцию западных экономистов, представлен следующий подход:

*Финансовый рынок = Денежный рынок + Рынок капиталов*

В работе «Финансы» под редакцией В.М. Родионовой содержится дефиниция финансового рынка как разделенного на рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов.

*Финансовый рынок = Рынок ценных бумаг + Рынок ссудных капиталов*

Мы считаем, что данный подход не совсем точен, поскольку две выделенные подсистемы (рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов) имеют некоторые общие составные элементы (с точки зрения экономического содержания).

В экономических изданиях последних лет представлены также другие подходы к трактовке финансового рынка и рынка ценных бумаг.

В одной из популярных коллективных работ по ценным бумагам (В.И. Колесников, В.С. Торкановский) финансовый рынок определен как совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т.е. распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики. При этом, по мнению авторского коллектива, финансовый рынок состоит из трех взаимосвязанных и дополняющих друг друга рынков:

* Рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих их функции краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т.п.) – денежный рынок;
* Рынок ссудного капитала – краткосрочных и долгосрочных (фондированных) банковских кредитов;
* Рынок ценных бумаг (в особенности – акций и облигаций).

В развитие этого утверждения заметим, что на сегодняшний день в экономической литературе выделяются различные *виды финансовых рынков*:

* + - 1. Традиционные классификации (признаются или используются большинством исследователей):
* денежный рынок (рынок денежных средств);
* кредитный рынок;
* валютный рынок;
* рынок ценных бумаг.
  + - 1. Нетрадиционные подходы:
* страховой рынок – рынок страховых услуг;
* рынок драгоценных металлов;
* рынок производных финансовых инструментов.

Однозначно можно утверждать, что все финансовые рынки объединяются их функциональным назначением: они аккумулируют и перераспределяют денежные средства в целях обеспечения необходимыми финансовыми ресурсами государство и хозяйствующих субъектов.

Рассмотрим отдельные элементы в системе финансового рынка более подробно.

Принципы сегментации финансового рынка и типы рынков

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
|  | **Принципы сегментации** | **Типы рынков** |
| 1. | Способы вложения денежного капитала | Ссудный рынок;  Рынок долевого участия;  Рынок обязательств финансовых посредников:  Рынок депозитов;  Пенсионный рынок;  Страховой рынок;  Рынок обязательств инвестиционных фондов. |
| 2. | Сферы концентрации денежного капитала | Рынок капиталов финансовых посредников;  Рынок госдолга;  Рынок капиталов нефинансового сектора. |
| 3. | Формы вложения денежного капитала | Рынок необращающихся финансовых активов;  Рынок ценных бумаг. |
| 4. | Сферы обслуживания экономики и срок вложения денежного капитала | Денежный рынок;  Рынок капитала. |
| 5. | Область движения капитала | Национальный рынок;  Международный рынок. |

*Денежный рынок.*

Денежный рынок – часть рынка ссудных капиталов, на котором обращаются краткосрочные финансовые инструменты.

В зарубежной практике к краткосрочным финансовым инструментам относят:

1. Казначейские облигации (Великобритания, США) и векселя (США);
2. Векселя;
3. Краткосрочные банковские депозиты сроком до 1 года;
4. Краткосрочные банковские кредиты сроком до 1 года;
5. Специальные банковские ценные бумаги, которые называются депозитными сертификатами.

В российской практике к краткосрочным финансовым инструментам относят:

* 1. Государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
  2. Векселя;
  3. Краткосрочные банковские депозиты и кредиты;
  4. Депозитные (только для юридических лиц) и сберегательные (только для физических лиц) сертификаты;
  5. Краткосрочные межбанковские кредиты;
  6. Ломбардные кредиты (кредит, который выдает Центральный банк коммерческим банкам под залог государственных ценных бумаг);
  7. Овернайт – кредит, который предоставляется на 1 сутки.

*Кредитный рынок.*

Кредитный рынок – часть рынка ссудных капиталов, на которых обращаются долговые обязательства со сроком погашения свыше 1 года.

Здесь выделяют особый сегмент – рынок межбанковских кредитов.

*Валютный рынок.*

Валютный рынок – система отношений купли-продажи иностранных валют и платежных документов в иностранной валюте в целях обеспечения международных расчетов, страхования валютных рисков и регулирования валютных курсов.

*Рынок ценных бумаг.*

Рынок ценных бумаг – наиболее сложен.

Рынок ценных бумаг имеет сложную структуру и делится на несколько сегментов (составляющих):

* рынок долевых ценных бумаг (акций);
* рынок долговых ценных бумаг (рынок государственных ценных бумаг и рынок корпоративных ценных бумаг);
* рынок денежных ценных бумаг (например, чеки, банковская сберегательная книжка на предъявителя и т.д.);
* рынок коммерческих ценных бумаг, т.е. которые обслуживают товарный рынок (например, товарные векселя, складские свидетельства и т.д.).

*Рынок драгоценных металлов.*

Рынок драгоценных металлов – система отношений купли-продажи золота, серебра и других драгоценных металлов.

Основной закон, регулирующий эту часть рынка – «Закон о валютном регулировании и валютном контроле».

*Страховой рынок.*

Страховой рынок – сфера денежных отношений, где объектом купли-продажи являются страховые услуги.

*Рынок производных финансовых инструментов.*

Рынок производных финансовых инструментов – производный финансовый инструмент выпускается на уже существующий финансовый инструмент.

Производные финансовые инструменты позволяют купить или продать базовый товар или базовые финансовые инструменты через определенное время по цене, определенной в момент покупки-продажи этого производного инструмента.

Например, базовый инструмент – акция. Сегодня цена акции 100 руб. Инвестор предполагает, что цена акции через три месяца достигнет 120 руб., поэтому сегодня он покупает производный финансовый инструмент, который называется опцион и который позволяет через 3 месяца купить акции этого акционерного общества по 110 руб., при этом за опцион он платит сегодня 5 руб. Если через 3 месяца акции будут стоить 90 руб., то инвестор проиграет.

К производным финансовым инструментам относят:

1. Опционы;
2. Фьючерсы;
3. Депозитарные расписки:
   * американские (АДР);
   * российские (РДР) – купля-продажа акций, не перемещая их через границу;
   * европейские (ЕДР);
   * глобальные (ГДР).

Функционирование финансовых рынков обусловлено (предопределяется) рядом *параметров*:

Действием экономических факторов – частная собственность на финансовые ресурсы;

Наличием определенной правовой основы деятельности на них (кодексы и законы, а также подзаконные акты):

С точки зрения современной практики РФ можно назвать кодексы:

гражданский;

бюджетный;

налоговый.

Влиянием институциональных факторов, что связано с наличием в экономике институтов, которые обеспечивают эффективное функционирование финансовых рынков (например, институты дилеров, брокеров, банков и т.д.).

Финансовый рынок существует в двух *формах*:

1. *организованный рынок* – это рынок, который функционирует по определенным правилам, установленным банками и биржами;
2. *неорганизованный рынок* – представляет собой сферу обращения финансовых активов через другие каналы.

В теории и на практике особо выделяются *первичный* и *вторичный* *финансовые* *рынки*. На первичном рынке производится первичное размещение только что выпущенных в обращение финансовых активов. Назначение первичных рынок состоит в привлечении дополнительных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций в производство и для других целей.

Вторичный рынок – это рынок, где обращаются ранее выпущенные финансовые активы. Здесь в процессе купли-продажи актива определяется его действительный курс (цена), т.е. производится котировка (формирование курса) финансового актива. Вторичные рынки предназначены для перераспределения уже имеющихся ресурсов в соответствии с потребностями и возможностями участников рынка.

Между первичным и вторичным финансовыми рынками существует тесная связь. Благодаря существованию вторичных рынков увеличиваются объемы покупок инвесторами ценных бумаг на первичных рынках.

Таким образом, как показывает анализ, единых и общепризнанных в современной экономической литературе мнений о структуре, составных элементах финансового рынка, равно как и подходов к определению понятий денежного рынка, рынка капиталов и рынка ценных бумаг и их соподчинении (субординации) на сегодняшний день не существует. Вместе с тем, обобщая все изложенное выше, мы можем сделать несколько выводов.

Во-первых, некоторыми авторами отождествляются понятия «финансовый рынок» и «рынок ссудных капиталов». На наш взгляд, это не совсем точно, если понятие «финансовый рынок» рассматривается в широком смысле слова. Как известно, ссудный капитал есть особая форма капитала, а именно – денежный капитал, предоставляемый его владельцем – кредитором в ссуду заемщику на условиях возвратности и платности (в виде процентов). В этом контексте, действительно, рынок ссудных капиталов, на котором аккумулируются и обращаются денежные средства, представляет собой важный элемент рынка финансовых ресурсов (финансового рынка), с помощью которого корпорации изыскивают источники финансирования своей деятельности. Вместе с тем в структуре финансового рынка, на наш взгляд, просматриваются такие элементы, которые к рынку ссудных капиталов прямого отношения не имеют, хотя и связаны с ним косвенным образом. Другими словами, на финансовом рынке в широком смысле слова аккумулируются и перераспределяются не только денежные капиталы, предоставляемые в ссуду, но также капиталы, движение которых осуществляется по несколько иным законам. В частности, это можно утверждать в отношении обращения акций, приобретатели которых (как первые, так и последующие) никаких ссуд в строгом значении этого слова никому (в нашем примере – акционерным обществам – эмитентам) не предоставляют, т.е. финансовые взаимоотношения в последнем случае не облекаются в форму ссудной (заемной) операции. Вместе с тем мы ни в коей мере не отрицаем наличия тесной связи и переплетения между всеми структурными элементами финансового рынка.

Во-вторых, как мы показали выше, в экономической литературе одними авторами отождествляются понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», другие же исследователи, наоборот, видят между ними некоторые различия. Мы считаем, что дифференциация этих понятий, действительно, может иметь смысл, если в качестве основы для этого принять экономическое содержание, характер обращающихся на этих рынках инструментов с точки зрения их участия в инвестиционном процессе. В самом деле, рынок ценных бумаг сам по себе весьма неоднороден, поэтому целесообразно выделение в его составе отдельных сегментов (секторов): рынок акций и облигаций (фондовый рынок); рынок товарных ценных бумаг (товарные векселя, коносаменты); рынок денежных ценных бумаг (чеки, сберегательные книжки на предъявителя, финансовые векселя). Таким образом, в той части, в какой рынок ценных бумаг основывается на деньгах как на капитале, он является фондовым рынком и в этом своем качестве есть составная часть финансового рынка. Фондовый рынок образует значимую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка ценных бумаг в силу своих сравнительно небольших размеров не получила специального названия, поэтому нередко понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка считают синонимами. Нам представляется корректным называть эту часть рынка ценных бумаг рынком денежных и товарных ценных бумаг, или рынком прочих ценных бумаг.

Таким образом, на наш взгляд, употребление термина «фондовый рынок» наиболее приемлемо в том случае, когда рассматривается его инвестиционный аспект, что, собственно, и прослеживается в экономической литературе последних лет. Вместе с тем поскольку в нашем исследовании изначально в качестве отправной точки четко определен тот аспект обращения ценных бумаг и функционирования их рынка, который связан с опосредованием ими инвестиционного процесса, мы в дальнейшем изложении будем использовать термины «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» как равнозначные и обозначающие синонимичные понятия. Другими словами, в рамках нашего исследования (согласно его цели и задачам) мы анализируем только те ключевые элементы и аспекты функционирования рынка ценных бумаг, которые охватываются категорией «фондовый рынок». Прочие элементы рынка ценных бумаг не являются предметом нашего рассмотрения.

В-третьих, при рассмотрении структуры финансового рынка в качестве его неотъемлемого элемента необходимо выделять рынок ценных бумаг. Фактически все авторы, как мы увидели выше, рассматривают рынок ценных бумаг как элемент, составную часть системы более высокого порядка – финансового рынка. Вместе с тем на данном этапе развития экономики, очевидно, неполно выглядит формула, согласно которой финансовый рынок включает денежный рынок и рынок капиталов, так как отражает одну из сторон классификации инструментов рынка ценных бумаг – по сроку привлечения инвестиционного капитала.

## 1.2 Финансовые институты как субъекты финансового рынка. Финансовые посредники

Субъектами финансового рынка являются *финансовые институты*.

С известной степенью условности можно выделить *две группы* финансовых институтов:

* + 1. финансовые посредники, к которым относятся кредитные организации депозитного типа, страховые компании, пенсионные фонды, финансовые и инвестиционные компании, венчурные компании и хеджевые фонды;
    2. организации, обеспечивающие функционирование финансовых рынков, в том числе инвестиционные банки, фондовые и валютные биржи, иные профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Большинство финансовых институтов действуют как *финансовые посредники*. К финансовым посредникам относятся учреждения, которые формируют свою ресурсную базу преимущественно за счет выпуска обязательств и используют эти средства на приобретение ценных бумаг и предоставление ссуд.

Финансовые посредники специализируются на организации взаимодействия лиц, имеющих временно свободные денежные средства, с лицами, нуждающимися в денежных средствах. В этом звене финансовой системы в развитых странах мира концентрируются значительные финансовые ресурсы, используемые прежде всего на инвестиционные цели.

Наиболее распространенными финансовыми посредниками выступают учреждения депозитного типа. Основными институтами данной группы являются:

* Коммерческие банки.
* Сберегательные институты.
* Кредитные союзы.

Несмотря на многообразие типов финансовых посредников, они выполняют общую функциональную нагрузку: приобретают и продают различные «финансовые продукты», обеспечивая эффективное перемещение финансовых ресурсов к их конечным потребителям.

## 1.3 Типы финансовых систем и национальные модели финансовых рынков

**Финансовая система** общества в современных условиях может быть организована по одному из трех базовых типов (см. табл. 1).

Таблица 1. Типы финансовой системы

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Банковский тип | Рыночный тип | Бюджетный тип |
| Ключевую роль в перераспределении национального дохода играют коммерческие банки и другие судно-сберега-тельные учреждения | Главную роль в перераспределении национального дохода выполняют предприятия, способные к эмиссии, в ценные бумаги которых вкладывают свои свободные финансовые ресурсы юридические и физические лица | Наибольшая часть финансовых ресурсов общества в централизованном порядке перераспределяется через систему бюджетов и внебюджетных фондов |
| Германия,  Франция,  Япония | США,  Великобритания,  Канада | Россия,  Швеция |

В целом сложившиеся к настоящему времени **национальные модели финансовых рынков** строятся на основе анализа и сопоставления методов и инструментов финансирования – привлечения заемного или акционерного капитала, собственных средств и капиталосберегающего финансирования, а также целевого привлечения средств государственного бюджета.

В экономической литературе стало уже традиционным выделение англо-американской и континентальной (европейско-японской) моделей, ставших двумя альтернативными системами корпоративного финансирования и контроля.

Характерными признаками ***англо-американской модели*** (США, Великобритания) является высокая доля акционерного капитала корпораций, финансирования с помощью коммерческих бумаг при пониженной роли банковского сектора в кредитовании экономики. При этом важная роль отводится инвестиционным фондам, компаниям, другим коллективным инвесторам, а присутствие коммерческих банков на рынке ценных бумаг носит ограниченный характер. Более того, доля банков в структуре собственников финансовых активов постепенно снижается.

В ***континентальной модели*** (Германия и другие страны континентальной Европы, отчасти – Япония) присутствуют другие свойства, в целом обратные первой модели. Так, относительно более низкой является доля акционерного финансирования при повышенном значении облигационных заимствований. Малая роль отводится сектору коммерческих бумаг. Вместе с тем традиционно активными действующими лицами инвестиционного процесса являются коммерческие банки. Очень типично их участие в уставных капиталах промышленных предприятий. В итоге на рынке ценных бумаг преобладает или ощущается влияние банков, а их доля в финансовых активов относительно стабильна.

На современном этапе развития для большинства стран мира более характерна германо-японская модель, отличающаяся повышенной по сравнению с США концентрацией собственности, где, соответственно, большинство финансовых рынков носит долговой характер (см. табл. 2).

Таблица 2. Базовые модели рынка ценных бумаг

|  |  |
| --- | --- |
| **США** | **Германия (отчасти – Япония)** |
| Высокая доля акционерного капитала (облигации и акции на рынке относятся как 4:3) 1) | Низка доля акционерного капитала, высока доля финансирования за счет выпуска облигационных займов (облигации и акции на рынке относятся как 10:1) |
| Поэтому высокая роль инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов | Ниже доля инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов |
| Высока доля коммерческих бумаг | Низка доля коммерческих бумаг |
| Дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг | Есть традиция прямого кредитования на покрытие дефицита бюджета, наряду с выпуском государством ценных бумаг на эти цели |
| Низка доля прямого банковского кредита (25–30%) в финансировании хозяйства | Высока доля прямого банковского кредитования в финансировании хозяйства |
| Низка доля участия банков в уставных фондах промышленного хозяйства | Высока или сравнительно высока доля банков в уставных фондах промышленного хозяйства, процветают различной формы ассоциации банков и предприятий |
| Как следствие, на рынке ценных бумаг преобладают небанковские инвестиционные институты, доля банков в финансовых активах понижается | Как следствие, на рынке ценных бумаг преобладает или ощущается влияние банков, доля банков в финансовых активах стабильна и, если понижается, то в замедленном темпе |

Еще одним явным различием является степень использования источников в процессе финансирования и уровень рыночной капитализации. Как видно из приведенной ниже табл. 3, страны с разными моделями различаются как по величине отношения капитализации рынка ценных бумаг к ВВП, так и по отношению суммы нового капитала, полученного на публичном рынке, к показателю валовой стоимости основного капитала:

Таблица 3. Показатели капитализации разных стран

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Страна | Рыночная капитализация / ВВП, % | Сумма нового капитала / Валовая стоимость основного капитала, % |
| Германия | 28 | 3,6 |
| Франция | 38 | 5,0 |
| Япония | 67 | 1,4 |
| Великобритания | 143 | 17,8 |
| США | 112 | 19,4 |
| Россия | около 9 |  |

Последние исследования промышленных компаний стран «большой семерки» показали, что различия между странами, ориентированными на банки, и странами, ориентированными на рынок ценных бумаг, скорее, отражают выбор между публичным (акции и облигации) и институциональным (банковские кредиты) финансированием компаний, а не различия в соотношении их собственного и заемного капитала.

Для нашей страны характерен бюджетный тип построения финансовой системы, имеющий следующие особенности в условиях периода к рынку:

1. Переход от централизованного государственного управления финансовой системой к ее регулированию с использованием преимущественно экономических, но не административных методов.
2. Нестабильный характер системы в целом.
3. Повышение самостоятельности субъектов федерации, а также местных (муниципальных) органов власти в части организации и регулирования финансовой системы на соответствующих уровнях.
4. Становление системы негосударственных финансовых органов, принимающих участие в процессе перераспределения национального дохода.
5. Переход к ситуации, при которой значительная часть ВВП формируется в негосударственной сфере хозяйственной деятельности.
6. Вынужденная необходимость принципиального реформирования финансовой системы в условиях общей экономической нестабильности и высоких темпов инфляции.
7. Незавершенность процесса формирования целостного финансового законодательства, в полной мере учитывающего специфику переходного периода.
8. Противоречие между федеральными и региональными элементами системы.

## 1.4 Современные тенденции развития финансовых рынков за рубежом и их роль в финансировании экономики

В конце ХХ в. весьма четко обозначились новые направления и тенденции, по которым будет развиваться мировой рынок ценных бумаг в перспективе. Ниже рассмотрены эти ключевые тенденции, проявившиеся в странах с развитой рыночной экономикой. Их воздействие со временем будет отражаться и на характере функционирования рынка ценных бумаг в нашей стране при продолжении следования курсу на построение открытой рыночной экономики.

В условиях наметившегося укрепления репутации Российской Федерации на международном финансовом рынке, усиления инвестиционной привлекательности нашей страны можно ожидать, что использование всеми экономическими субъектами и государственными структурами инвестиционных возможностей, предоставляемых мировыми и национальным рынками ценных бумаг, будет играть значимую роль для обеспечения экономического роста не только в самое ближайшее время, но также в средне- и долгосрочной перспективе.

Рынок ценных бумаг с сопутствующей ему системой финансовых институтов представляет собой ту сферу, в которой формируются основные источники экономического роста, мобилизуются и перераспределяются необходимые экономике инвестиционные ресурсы. В условиях глобализации мировой экономики и стремительного распространения новых технологий на рубеже XX–XXI вв. в функционировании рынков ценных бумаг произошли существенные изменения, которые выражены следующими основными тенденциями.

1. В последние годы активизируется роль рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе, усиливается его значение в аккумуляции и перераспределении инвестиционных ресурсов в экономически развитых странах.

Конкретные соотношения между основными формами мобилизации инвестиционных ресурсов в различных странах неодинаковы и в значительной мере зависят от уровня и характера развития различных рыночных институтов, национальной модели финансового рынка.

В настоящее время выделяют две наиболее распространенные в мире модели финансового рынка, которые отличаются характером регулирования, структурой источников и методов привлечения капитала корпорациями, а также связанным с ними поведением инвесторов и эмитентов (компаний):

* + англо-американская модель (США, Великобритания);
  + континентальная модель (Германия, Япония).

С учетом этого, кредитный рынок и рынок ценных бумаг не только дополняют друг друга, но и конкурируют между собой, находятся в противоречивой зависимости. Как следствие, их динамика обычно противоположна по направлению. Например, активная кредитная экспансия неизбежно снизит потребности в финансировании экономики за счет эмиссии ценных бумаг и наоборот.

С теоретической точки зрения, нам представляется необходимым выделить факторы, делающие механизм рынка ценных бумаг предпочтительнее в сравнении с банковским кредитом.

Во-первых, рынок ценных бумаг – более эффективный способ привлечения инвестиций в сравнении с традиционным банковским кредитованием. В первом случае предприятие-эмитент напрямую выходит с предложениями о покупке его ценных бумаг к заинтересованным обладателям сбережений (инвесторам). В результате стоимость привлекаемых ресурсов может быть ниже, по меньшей мере, на величину, определяемую существующей разницей в ставках привлечения и размещения средств коммерческими банками.

Во-вторых, возможности банков и потребности эмитентов часто не совпадают, если принять во внимание срочность и объемы привлекаемых средств. Банки должны обеспечивать соразмерность своих активов и пассивов по срокам и суммам, т.е. осуществлять кредитование в пределах реально имеющихся у них ресурсов. Попытка предоставить долгосрочные (следовательно, более выгодные для банка) кредиты в отсутствие соответствующих по срочности привлеченных средств вкладчиков может привести к кризису ликвидности, который отразится не только на благополучии конкретного банка и его клиентов, но и других субъектов экономической жизни, связанных системой взаимных обязательств.

В-третьих, нередко имеет место слабая подконтрольность проводимых банком операций его кредиторам: средства, внесенные вкладчиками, обезличиваются, объединяются в составе банковского капитала, поэтому нет возможности контроля над их целевым использованием и эффективностью. В случае с ценными бумагами инвестор имеет право получать информацию о направлениях вложения средств (они обязательно должны соответствовать тому, что было заявлено в проспекте эмиссии), т.е. появляется возможность для контроля и более активной защиты своих интересов.

В-четвертых, рынок ценных бумаг характеризуется большей репрезентативностью, определяемой тем, что в операциях на нем одновременно участвует значительное число продавцов и покупателей. В силу этого он оказывается более близким к модели рынка совершенной конкуренции, исключаются монопольные тенденции, могущие иметь место в банковском секторе. Яркий пример монополизма в банковской системе – исключительное положение Сберегательного банка РФ на рынке частных вкладов.

В-пятых, функционирование рынка ценных бумаг – основа для расширения деятельности многочисленных небанковских финансовых институтов, осуществляющих долгосрочные инвестиции в различные ценные бумаги (в частности, инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов, страховых компаний и др.). Их функционирование в промышленно развитых странах позволяет решать стратегические экономические и социальные задачи.

В современных условиях финансовые рынки, в том числе рынки ценных бумаг, становятся основным структурообразующим фактором финансового сектора экономики. Банковский сектор окончательно уступает роль механизма перераспределения инвестиционных ресурсов рынку ценных бумаг. Мировой тенденцией становится сокращение доли коммерческих банков в финансовых активах и рост доли институтов ценных бумаг и институциональных инвесторов, снижение их роли в перераспределении денежных ресурсов и одновременный рост доли средств, перераспределяемых через рынок ценных бумаг, на основе системы контрактных и коллективных сбережений с использованием его инструментов.

Поэтому в последнее время в развитых странах финансирование затрат путем эмиссии ценных бумаг получило преимущественное развитие по сравнению с банковским кредитом. Одновременно с этим стремительно возрастает доля небанковских кредитных учреждений в структуре институциональных инвесторов, в особенности инвестиционных фондов. На эту тенденцию указывают в своих исследованиях Д.М. Михайлов, Б.Б. Рубцов и другие авторы. Упрощение доступа на рынок ценных бумаг, рост его ликвидности привели к частичной утрате банками роли посредника и основного кредитора. Этот процесс получил название «дезинтермидация» (desintermediation). В условиях все возрастающей конкуренции банки вынуждены пересматривать свое место в финансовой системе, проводить реструктуризацию, усиливать инвестиционное направление своей деятельности на принципиально новой основе.

Несмотря на явное усиление роли рынка ценных бумаг, два механизма финансового обеспечения экономического роста – через рынок ценных бумаг и посредством банковского кредита – не следует противопоставлять. Оптимальным, на наш взгляд, представляется установление своего рода «разделения труда» между ними: рынок ценных бумаг должен стать основным источником инвестиций в целях обновления основного капитала, расширения производства; банковский кредит может служить вспомогательным механизмом стабилизации денежных потоков. Рациональное соотношение, баланс между этими двумя конкурирующими механизмами установится не сразу – это долгосрочный многофакторный процесс.

1. Одной из ключевых тенденций стало существенное изменение структуры находящихся в обращении финансовых инструментов рынка в пользу инструментов реального сектора – корпоративных ценных бумаг и производных от них финансовых инструментов.

В результате наблюдается постоянный рост в абсолютном и относительном выражении сектора корпоративных ценных бумаг (прежде всего, акций, облигаций). К примеру, капитализация мировых рынков акций за период 1980–1999 гг. выросла почти в 13 раз при росте совокупного ВВП за тот же период примерно в 2,5 раза. Соотношение между частной задолженностью и мировым ВВП за период 1990–1999 гг. повысилось с 34 до 56%. Данное увеличение имеет место в основном за счет США и стран Западной Европы и происходит благодаря сокращению государственных заимствований и за счет роста трансграничных операций.

1. В последнее время происходит усиление взаимосвязи между финансовым и реальным секторами экономики.

Действие этой тенденции стимулируется естественным стремлением к получению сверхприбыли, превышающей среднюю норму прибыли, за счет снижения затрат по производству, более высокого качества и новизны товаров. Это воздействует на повышение курсов и доходности ценных бумаг корпораций-лидеров как отражений степени их эффективности и прибыльности. Появление на рынках их ценных бумаг неизменно вызывает повышенный интерес широкого круга инвесторов, заинтересованных в размещении своих средств. Внешне эта тенденция находит свое отражение в том, что для промышленных компаний (прежде всего, недавно созданных) эмиссия ценных бумаг (акций и облигаций) стала основным средством мобилизации инвестиционных ресурсов. В свою очередь, механизм финансового рынка обеспечивает перераспределение средств в пользу наиболее перспективных компаний, что стимулирует структурные преобразования в экономике.

В основе динамики капитала, воплощенного в ценных бумагах, лежит динамика реального капитала, т.е. движение цен (котировок) ценных бумаг в долгосрочном временном интервале в целом совпадает с динамикой ВВП и промышленного производства и соответственно носит циклический характер. Однако нельзя исключить ситуации разрыва в их значениях (особенно это характерно для рынка акций). При совпадении направлений движения промышленного цикла и рынка ценных бумаг, темпы их динамики могут сильно различаться. При опережающем росте рынка ценных бумаг могут образовываться так называемые пузыри – «bubbles», связанные с отрывом капитала в форме ценных бумаг от своей базы, некоторой объективной основы, какой-то точки равновесия. Такие «пузыри» могут возникать и вне прямой связи с реальным сектором, т.е. вне связи с экономическим ростом. Основные причины – не всегда рациональное поведение экономических субъектов (инвесторов), их подверженность «стадному чувству», переоценка своих возможностей и способностей в предвидении (прогнозировании) ситуации.

1. Характерная особенность современного этапа развития рынка ценных бумаг – дальнейшая концентрация и централизация капиталов.

Тенденция к концентрации и централизации капиталов имеет два аспекта по отношению к рынку ценных бумаг:

* + с одной стороны, на рынок ценных бумаг вовлекаются все новые участники. Для них данная деятельность становится основной, профессиональной;
  + с другой стороны, идет процесс выделения крупных, ведущих профессионалов рынка на основе как увеличения их собственных капиталов (концентрация капитала), так и путем их слияния в еще более крупные структуры рынка ценных бумаг (централизация капитала).

1. Быстро нарастают масштабы компьютеризации и глобального технологического перевооружения финансовых рынков на основе современных электронных технологий.

Компьютеризация стала фундаментом ключевых нововведений на рынке ценных бумаг, среди которых особо выделяются:

* + новые инструменты рынка ценных бумаг;
  + новые системы торговли ценными бумагами;
  + новая инфраструктура рынка ценных бумаг.

Новыми инструментами рынка ценных бумаг являются многочисленные виды производных ценных бумаг, причем процесс создания ценных бумаг, их видов и разновидностей не приостанавливается. С 1980-х гг. получили широкое распространение всевозможные формы финансовых инноваций – опционы, процентные фьючерсы, долговые свопы, ипотечные сертификаты и т.д. Основная цель нововведений – приспособление к кризисным явлениям на финансовых рынках, тем не менее указанные ценности заняли доминирующие позиции и в условиях стабилизации рынков, всемерно расширили их емкость, потеснив традиционные банковские формы кредита.

Новые системы торговли – это системы, основанные на использовании компьютерной техники и современных средств коммуникаций, позволяющие осуществлять торговлю в полностью автоматическом режиме, без прямых контактов между продавцами и покупателями.

Поистине безграничные возможности открываются с применением на рынке ценных бумаг современных интернет-технологий. Расширение масштабов их применения – один из главных факторов развития финансовых рынков в последние годы XX в. Интернет-технологии стирают национальные границы между финансовыми рынками, способствуют установлению непосредственных связей между инвесторами и эмитентами независимо от их национальной принадлежности.

Процессы обновления технологических систем придают новый импульс конкурентной борьбе на финансовом рынке. В ней выигрывают институты рынка, способные инвестировать значительные средства в передовые технологии и создать на их базе новые инструменты рынка, повысить качество услуг, предоставляемых своим клиентам, снизить трансакционные издержки.

Новая инфраструктура рынка ценных бумаг – это современные информационные системы, системы клиринга и расчетов, депозитарного обслуживания участников рынка ценных бумаг, отлаженная работа которых призвана обеспечить качественное обслуживание всех участников.

Активной движущей силой инфраструктурных изменений выступают потребители его услуг – инвесторы и эмитенты. В этих условиях между институтами рынка разворачивается жесткая борьба за клиента. Об этом свидетельствует рост числа профессиональных участников рынка ценных бумаг, ускоренное развитие и совершенствование торговых площадок. Особое место в этих процессах принадлежит современным электронным коммуникационным технологиям. Их главные преимущества:

* + снижение издержек и более низкая плата за предоставляемые услуги;
  + возможность торговать в часы, когда традиционные биржи закрыты;
  + гарантирование анонимности котировок и оперирование широким спектром инструментов для инвестиций (в первую очередь акций, пользующихся наиболее высоким спросом).

1. Одна из ключевых тенденций развития рынка ценных бумаг на современном этапе связана с *процессом секьюритизации*.

Секьюритизация обусловливает переход денежных средств из своих традиционных форм (сбережения, наличность, депозиты и т.п.) в форму ценных бумаг, способствует превращению все большей массы капитала в форму ценных бумаг, трансформацию одних форм ценных бумаг в другие, более доступные для широких кругов инвесторов.

Причины секьюритизации связаны, с одной стороны, с ростом концентрации и централизации производства и капитала и увеличением роли крупных компаний в финансовом и реальном секторах экономики, а с другой – с объективной потребностью повышения ликвидности финансовых инструментов в условиях либерализации и интернационализации финансовых рынков и решения задач управления финансовыми потоками, с которыми банковский кредит не всегда в состоянии справиться.

В результате секьюритизации в промышленно развитых странах в условиях равновесной экономики значительная часть свободного капитала вкладывается непосредственно в покупку ценных бумаг. В последние десятилетия прошлого века, даже в условиях неустойчивой экономической конъюнктуры, прослеживалась тенденция к модификации форм денежных сбережений.

В 1990-е гг. большая часть заимствований на международном рынке (от 50 до 80%) приходилась на эмиссию ценных бумаг, причем более половины – на средне- и долгосрочные облигации. Такая структура международных заимствований начала складываться с 1980-х гг., ранее главной формой международного финансирования выступали займы. Таким образом, тенденция секьюритизации проявляется как на уровне рынков отдельных стран, так и на международном уровне.

1. Значимой тенденцией является возрастание роли и значения индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг.

В последние годы все более широкий круг частных лиц видит в операциях на рынке ценных бумаг возможность выгодного и достаточно надежного размещения своих сбережений, несмотря на определенные факторы риска.

Однако речь идет не только о прямом (непосредственном) вложении средств инвесторами в ценные бумаги различных компаний, но также о косвенном инвестировании с использованием разнообразных форм коллективного инвестирования, действующих в промышленно развитых.

1. Возрастают надежность рынка ценных бумаг и степень доверия к нему.

Рынок ценных бумаг, как и вся экономика, не застрахован от спадов, кризисов и других потрясений. Более того, именно крах на рынке ценных бумаг может служить предзнаменованием общей финансовой катастрофы в государстве. Поэтому закономерно, что рынки ценных бумаг во многих странах стали объектом государственного регулирования.

Надежность рынка ценных бумаг и степень доверия к нему со стороны массового инвестора напрямую связаны с повышением уровня организованности рынка, действием механизма саморегуляции и усиления государственного контроля над ним. Масштабы и значение рынка ценных бумаг на сегодняшний день таковы, что его разрушение прямо ведет к деформации экономического развития, процесса воспроизводства вообще. Государство в современную эпоху не может допустить, чтобы вера в этот рынок была бы поколеблена, и массы людей, вложивших свои сбережения в ценные бумаги своей страны или любой другой, вдруг потеряли бы их в результате каких-либо катаклизмов или мошенничества. Поэтому все участники рынка ценных бумаг прямо заинтересованы в том, чтобы он был правильно организован и жестко контролировался самым главным его участником – государством.

Впрочем, есть еще одна значимая причина данного процесса – фискальная. Усиление степени организованности рынка и контроля над ним позволяет каждому государству увеличивать свою налогооблагаемую базу и размер налоговых поступлений от участников рынка. Одновременно все более и более перекрываются возможности для «отмывания» денег, полученных от незаконных видов бизнеса и воровства.

1. Важнейшая тенденция развития рынка ценных бумаг – его интернационализация и глобализация.

Интернационализация рынка ценных бумаг означает, что национальный капитал переходит границы стран, что приводит к формированию мирового рынка ценных бумаг, по отношению к которому национальные рынки становятся второстепенными. Инвестор из любой страны может вкладывать свои свободные средства в ценные бумаги, обращающиеся в других странах.

Более того, благодаря компьютеризации, развитию современных средств коммуникаций и применению Интернет-технологий рынок ценных бумаг принимает глобальный характер, когда национальные рынки рассматриваются как составные части единого всемирного рынка ценных бумаг.

Глобализация рынков ценных бумаг как процесс стирания границ между национальными рынками; формирование глобальной торговой площадки, состоящей из финансовых рынков различных стран, работающих в разных часовых поясах; интеграция финансовых инструментов, участников рынка, органов регулирования, механизмов проведения сделок с ценными бумагами – все это ключевые тенденции развития рынков ценных бумаг в последние десятилетия ХХ в.

1. Происходит поступательный рост масштабов мирового рынка ценных бумаг, увеличивается его капитализация, хотя степень участия в этом процессе развитых и развивающихся стран различна и определяется спецификой факторов спроса и предложения.

Таким образом, зарубежный опыт свидетельствует о том, что роль рынка ценных бумаг как механизма аккумуляции и перераспределения капиталов в системе инвестиционного процесса в современных условиях усиливается. Проведенный анализ особенностей функционирования рынков ценных бумаг позволил выявить главные его преимущества:

* + он становится катализатором научно-технического прогресса в реальном секторе экономики;
  + обеспечивает рост производительности труда и предоставляет инвестиционные источники для ускоренного развития передовых отраслей и производств, которые определяют новую экономическую реальность XXI в.;
  + влияет на характер функционирования мировой экономики в целом и национальных экономических систем в частности.

### Список литературы

1. Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг: Учеб. пособие для студентов вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 461 с.
2. Лавров Е.И., Маковецкий М.Ю., Полякова Т.Н. Инвестиции, финансовый рынок и экономический рост: Монография. Омск.: Изд-во ОмГУ, 2007. – 500 с.
3. Маковецкий М.Ю. Ключевые тенденции в развитии рынка ценных бумаг в современных условиях.  Финансы и кредит. – 2001. – №12. – С. 20.