

ВЫСШЕЕ ОБРАЗОВАНИЕ

серия основана в 1996 г.



О.В. МАЛИНОВСКАЯ
И.П. СКОБЕЛЕВА
А.В. БРОВКИНА

ФИНАНСЫ

Учебное пособие

*Рекомендовано
УМО по образованию в области финансов,
учета и мировой экономики в качестве
учебного пособия для студентов высших
учебных заведений, обучающихся
по специальности «Финансы и кредит»*

Электронно-
Библиотечная
Система
znanium.com

*Соответствует
Федеральному государственному
образовательному стандарту
3-го поколения*

Москва
ИНФРА-М
2012

УДК 336.64(075.8)

ББК 65.290-93я73

Ф59

Авторы:

О.В. Малиновская, проф., д-р экон. наук (введение, разд. 1, 2, 3, приложения; совместно с *А.В. Бровкиной* § 1.3.1, 1.4, 2.2, приложения к разделу 2; совместно с *И.П. Скобелевой* § 2.4, 3.1);

И.П. Скобелева, проф., д-р экон. наук (§ 1.4.3, 2.4, 3.1 (совместно с *О.В. Малиновской*));

А.В. Бровкина § 1.3.1, 1.4, 2.2, приложения к разд. 2 (совместно с *О.В. Малиновской*).

Рецензенты:

д-р экон. наук, проф. *Ивановского государственного химико-технологического университета С.Е. Дубова*;

д-р экон. наук, проф. *Санкт-Петербургского государственного инженерно-экономического университета О.В. Гончарук*

Финансы: Учеб. пособие / *О.В. Малиновская, И.П. Скобелева, А.В. Бровкина*. В 2 т. — М.: ИНФРА-М, 2012. — 320 с. — (Высшее образование).

ISBN 978-5-16-004860-4

Учебное пособие представляет собой комплекс теоретических основ, блиц-вопросов, задач и тестов по дисциплине «Финансы». Рассматриваются вопросы, затрагивающие все аспекты современной финансовой науки.

Предназначено для студентов экономических специальностей.

ББК 65.290-93я73

ISBN 978-5-16-004860-4

© Коллектив авторов, 2012

Оригинал-макет подготовлен в «Издательстве ИНФРА-М»

Подписано в печать 25.07.2011.

Формат 60×88/16. Бумага офсетная. Гарнитура Newton.

Усл. печ. л. 20,0. Уч.-изд. л. 21,8.

Тираж 1000 экз. Заказ №

ТК 161350-9855-250711

Издательский Дом «ИНФРА-М»

127282, Москва, ул. Полярная, д. 31в

Тел.: (495) 380-05-40, 380-05-43. Факс: (495) 363-92-12.

E-mail: books@infra-m.ru

<http://www.infra-m.ru>

ВВЕДЕНИЕ

Распределение денежных потоков и управление ими всеми субъектами рынка являются предметом исследования целого комплекса наук, и прежде всего общего курса «Финансы». Данный процесс порождает некоторые противоречия в предмете исследования ряда дисциплин, а именно дисциплин «Финансы» и «Финансовый менеджмент». В западной практике эта проблема решается просто: финансы рассматриваются как базовый (основополагающий) курс финансового менеджмента, а финансовый менеджмент — как продвинутая теория и практика управления денежными потоками фирм. Соотношение между дисциплинами «Финансы» и «Финансовый менеджмент» можно сформулировать следующим образом:

- построение курсов различно, логика изложения финансового менеджмента имеет целостно-ориентированный характер, в то время как финансы по замыслу имеют более ограниченное значение;
- в финансовом менеджменте в большей степени, чем в финансах, представлены теоретические и практические проблемы управления денежными потоками.

Следует отметить, что все теории денежных потоков субъектов рынка исследуются рядом отдельных дисциплин — «Финансы корпораций», «Финансы государства», «Финансы домашних хозяйств». Дисциплина «Финансы» призвана служить цементирующим базовым звеном всех этих курсов и является оптимальным вариантом рассмотрения данного курса в пределах бакалавриата как ступени высшего образования.

Таким образом, специфика базового курса «Финансы» состоит в соединении ряда профессиональных дисциплин подготовки бакалавров и магистров и во введении студентов в мир финансов со всеми его противоречиями и сложностями.

Как теория, так и практика финансов не стоят на месте, а постоянно развиваются, финансовый мир относится к одному из самых динамичных образований. Постоянно возникают новые финансовые инструменты, а в конце XX в. появилась и успешно развивается новая отрасль — финансовая индустрия. Открываются новые перспективы ее становления, так как экономика мира сталкивается с проблемами финансового развития как источника экономического роста, что сопряжено с активным проявлением в последнее время именно финансовых кризисов. Кризис ликвидности — парадокс нашей эпохи. Ответом на него являются изменения в финансовых институтах и трансформация их деятельности. Глобальный характер финансовых рынков также изменяет атмосферу современного финансового мира,

обеспечивая высокую степень риска развития мировых и национальных систем финансирования роста экономики.

В связи с этим изучение финансов требует признания тесного взаимодействия между институциональными и теоретическими интересами, только их интеграция позволит понять сложность современного финансового мира. В предлагаемом издании мы рассматриваем широкий круг финансовых проблем, что создает возможность выборочно использовать материал пособия для преподавания комплекса финансовых дисциплин. В нем наиболее полно представлены дискуссии о содержательном потенциале финансов, их функциях и роли в национальной и глобальной экономике, а также охарактеризована достаточно значимая палитра взглядов на развитие мировой и национальной финансовых систем. При этом основное внимание в контексте пособия сосредоточено на становлении и развитии финансовой системы в России, на специфике формирования ее финансовых рынков и финансовых институтов как ведущих структурных элементов финансовой системы.

Наиболее важным является то, что это пособие отражает нашу точку зрения на необходимость признания единства теоретических воззрений на основные категории финансов в западной и российской школах для полноценного понимания глобальной мировой экономики и источников ее роста.

Раздел 1

СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВ — ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ И ДИСКУССИОННОСТЬ СОВРЕМЕННОЙ ТРАКТОВКИ КАТЕГОРИИ «ФИНАНСЫ»

Проблема содержания финансов является наиболее дискуссионной в современной теории даже в российской научной школе, но принципиальное несоответствие подходов к содержанию этой категории наблюдается, прежде всего, в трактовках российской и западной школ. Это несоответствие является результатом ряда фундаментальных позиций.

Во-первых, эти школы имеют различные методологические основы: российская школа — трудовую теорию стоимости; западная — концепцию ограниченности ресурсов.

Во-вторых, в соответствии с указанной методологией российская школа, придающая большое значение категориальному аппарату науки, рассматривает категорию «финансы» как абстрактную; позиция западной школы состоит в том, что категории должны, прежде всего, отражать практику и меняться в зависимости от нее.

В-третьих, в российской научной школе в дисциплине «Финансы» значительное внимание уделяется финансам государства как субъекта рынка, в то время как западная школа основной акцент делает на фирмах как основных «игроках» на финансовом поле.

В-четвертых, в России разбалансирована национальная экономика, что проявляется в дезинтеграции производственной и финансовой подсистем. Все это привело к невостребованности теоретических финансовых разработок на практике.

Поэтому анализ содержания категории рассмотрим с позиций как российской, так и западной школы, имеющих различные методологические основания, а следовательно, и практический инструментарий.

1.1. РОССИЙСКАЯ ТРАКТОВКА СОДЕРЖАНИЯ ФИНАНСОВ

Следует отметить также и некоторые противоречия в трактовке категории непосредственно в российской школе на современном этапе развития финансовой науки, базой функционирования которой по-прежнему является трудовая теория стоимости. Основа данной теории — постулат приоритетности производственных (экономических) отношений как ключевой компоненты развития научных школ любой направленности, поэтому прежде всего выделяется

основной признак финансов, к которому относится система экономических или денежных отношений.

При этом содержание финансов рассматривается как абстрактная категория, несмотря на прикладной характер финансов как науки.

1.1.1. ЭВОЛЮЦИЯ НАУЧНЫХ ВОЗЗРЕНИЙ НА КАТЕГОРИЮ «ФИНАНСЫ»

Термин *«financia»*, впервые появившийся в XIII–XV вв., означал в переводе на русский язык «денежный платеж». В дальнейшем термин получил международное распространение и стал употребляться как понятие, связанное с системой денежных отношений между предприятиями, населением, с одной стороны, и государством — с другой стороны. В научной литературе (XVI–XIX вв.) финансы стали связывать с государственными доходами и расходами во всех странах. С XIX в. в научной литературе понятие «финансы» уже связывают и с денежными операциями отдельных компаний и банков. До 30-х гг. XX в. российская финансовая школа стояла на позициях дореволюционной финансовой школы, определившей различие между деньгами и финансами посредством деления денежных потоков на два блока — государственный и частный. Все, что касалось государства, относилось к финансам. Это подтверждает история зарождения термина. Другой блок относился к денежному хозяйству. «Финансы организационно связаны с деятельностью государства; их характерной чертой является ограничение пределами государственной сферы; понятие финансов не распространяется на денежные отношения внутри предприятий, торговли и т.п.; финансы — это не деньги, не ресурсы, а общественные отношения; финансовое хозяйство есть принудительное хозяйство; если исчезнет момент принуждения, то исчезнет и финансовое хозяйство»¹.

Преемственность воззрений на содержание финансов демонстрирует и советская школа финансовой науки, вводя субъектный подход (методология — трудовая теория стоимости) к системе финансовых отношений. «Финансы обслуживают систему исключительно денежных отношений (натуральные отношения выпадают из их сферы); финансы опосредуют только процесс перераспределения различных частей стоимости уже распределенного валового общественного продукта; финансы непосредственно обусловлены существованием государства, что придает им императивную (государственно-властную) форму; финансы опосредуют отношения, связанные с формированием и использованием централизованных (общегосударственных) и децентрализованных (на уровне предприятий

¹ Буковецкий А.И. Введение в финансовую науку. — М.: Госфиниздат, 1929.

и отраслей) фондов денежных средств»¹. В этих воззрениях сфера деятельности финансов расширена и включает в систему финансовых отношений уже предприятия и отрасли, т.е. предприятия выступают субъектным носителем финансовых отношений.

Таким образом, можно констатировать, что исторический контекст развития советской финансовой науки позволяет резюмировать следующие позиции по раскрытию содержания категории «финансы»:

- финансы — это денежные отношения между субъектами хозяйствования и государством, при этом фактор трактовки финансов как системы отношений является преобладающим;
- субъекты — носители отношений обладают разными правами при реализации этих отношений, права государства носят исключительно императивный характер;
- финансы как термин закрепился только за государственными платежами (доходами и расходами государственных бюджетов), т.е. финансы носят фондовый характер, но уже сформировались воззрения, согласно которым в финансовые отношения включаются и предприятия (поскольку все предприятия были государственными, иначе быть и не могло);
- финансы относятся к системе распределительных отношений.

По мере развития финансовых операций спектр действия категории распространился на всех субъектов хозяйствования, что обосновано аккумуляцией и использованием денежных доходов и накоплений в фондовых и нефондовых формах данными субъектами. При этом следует отметить, что доходы и расходы некоторых транснациональных корпораций превышают доходы и расходы отдельных государств.

1.1.2. РАЗВИТИЕ КАТЕГОРИИ В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ

В современной трактовке категории субъектным носителем финансов выступают и домашние хозяйства, т.е. существует отдельный блок финансов, который связан с финансами домашних хозяйств, что, с нашей точки зрения, обосновано, поскольку фундаментальная экономическая наука выделяет равноправных субъектов рынка — домашние хозяйства, бизнес и государство. С точки зрения субъектного подхода в современной теории таким образом, выделяются три субъектных носителя финансов. Этой позиции придерживаются сегодня практически все школы в российской теории финансов, за исключением таких ее представителей, как В.М. Родионова и Б.М. Сабанти.

¹ Вознесенский Э.А. Методологические аспекты анализа сущности финансов. — М.: Финансы, 1974; Вознесенский Э.А. Финансы как стоимостная категория. — М.: Финансы и статистика, 1985.

В современной трактовке категории «финансы» в российской школе также наблюдается ряд несоответствий, которые в той или иной степени влияют на содержание категории и являются предметом дискуссии.

Эти различия можно систематизировать по следующим характеристикам:

- сфера распространения финансовых отношений: субъекты — материальные носители финансовых отношений — три у большинства исследователей (государство, бизнес, население), два — государство, бизнес (школа В.М. Родионовой), один — государство (школа Б.М. Сабанти);
- подход к финансам как к системе определенных отношений: в трактовке отдельных представителей российской школы, финансы — это экономические отношения, функционирующие на всех стадиях воспроизводственного процесса (данный подход мы классифицируем как воспроизводственный, его представители — Д.С. Моляков, Е.И. Шохин, Н.Г. Сычев и др.). Другие ученые и аналитики трактуют финансы как денежные отношения, функционирующие только на стадии распределения, но воздействующие на весь воспроизводственный цикл (распределительный подход, его представители — В.М. Родионова, Л.А. Дробозина, С.И. Лушин и др.). Оба подхода методологически вписываются в рамки трудовой теории стоимости;
- выделение свойств финансов, которые разнообразны у отдельных представителей российской школы. В одной трактовке эти свойства можно представить следующим образом: первое свойство — финансы являются денежными отношениями; второе — распределительными отношениями; третье — реализация и функционирование финансов осуществляются посредством финансовых ресурсов. В другой трактовке финансы — это экономические отношения, обслуживающие все стадии воспроизводства;
- подход к различиям между категориями «деньги» и «финансы», являющийся ключевым для российской школы, в западной не так ярко выражен и понятен в силу специфики определения категории «финансы». В российской школе существует несколько системных подходов, объясняющих различия между финансами и деньгами. Первый (распределительный) трактует различие между ними на основе наличия непосредственных актов купли-продажи, которые характеризуют только денежные, а не финансовые отношения. Следовательно, деньги — категория, используемая при непосредственном свершении этих сделок, в то время как финансы — категория, предшествующая акту купли-продажи, распределительная. Второй (воспроизводственный) подход трактует различие между ними на основе интеграции понятий «финансы» и «финансовые

ресурсы». «Объектом финансовых отношений является образование и распределение финансовых ресурсов на стадиях создания, распределения и перераспределения совокупного общественного продукта и национального дохода»¹. Третий подход предлагает синтезирующее начало при определении различий и вводит две позиции для определения содержания финансов. С одной стороны, финансы — категориальная величина, с другой — практическая (реальная). С позиций подхода к финансам как экономической категории «финансы и деньги различаются способами бытия и соотносятся между собой как форма и содержание (например, как цена и стоимость), но как реальность и финансовые, и денежные отношения находят свое материальное воплощение в единой форме движения финансовых ресурсов»².

При выявлении содержания финансов необходимо отметить, что наибольшее распространение получило следующее определение категории, впоследствии модифицированное рядом авторов лишь в некоторой степени. «Финансы — это денежные отношения, возникающие в процессе распределения и перераспределения стоимости общественного продукта и части национального богатства в связи с формированием у субъектов хозяйствования и субъектов власти денежных доходов и накоплений, используемых, как правило, в фондовой форме на финансирование воспроизводственных затрат, материальное стимулирование работающих, удовлетворение социальных и других общественных потребностей»³.

Тем не менее рассмотрим определение категории «финансы» с позиций различных подходов в современной российской школе (табл. 1.1).

Таким образом, следует констатировать, что чрезмерная детализация подходов к содержанию категории не позволяет реально определить спектр деятельности финансов и как категории, и как практического действия, углубляя тем самым разрыв между теорией и практикой. Дефиниция носит чрезвычайно абстрактный характер и требует дополнительных разъяснений механизмов реализации финансовых инструментов, при этом оказываются неучтенными специфические особенности денег как основы финансовых отношений.

Тем не менее дискуссии по проблеме содержания финансов позволяют нам определить главенствующие позиции российской школы относительно содержания финансов. Приступим к их изложению.

¹ Финансовые ресурсы народного хозяйства / Под ред. В.К. Сенчагова. — М., 1982. С. 12.

² Барулин С.В., Ковалева Т.М. Сущность финансов: новые реалии // Финансы и кредит. 2004. № 5. С. 6.

³ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература. 2003. С. 70.

**Характеристика категории «финансы»,
представленная в российской научной школе**

<i>Определение финансов</i>	<i>Источник</i>
Финансы — это денежные отношения, возникающие в процессе распределения и перераспределения стоимости общественного продукта и части национального богатства в связи с формированием денежных доходов и накоплений у субъектов хозяйствования и субъектов власти денежных доходов и накоплений, используемых, как правило, в фондовой форме на финансирование воспроизводственных затрат, материальное стимулирование работающих, удовлетворение социальных и других общественных потребностей	Энциклопедия рыночного хозяйства. Финансы рыночного хозяйства: Учебник / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Экономическая литература, 2002. С. 70
Финансы — это совокупность денежных отношений, организованных государством, в процессе которых осуществляется формирование и использование общегосударственных фондов денежных средств для осуществления экономических, социальных и политических задач	Финансы: Учеб. пособие / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.: Финансы и статистика, 2001. С. 4; Ковалева А.М., Лапушта М.Г., Скамай Л.Г. Финансы фирмы: Учебник. — М.: ИНФРА-М, 2000. С. 11
Финансы представляют собой совокупность денежных отношений, возникающих в процессе создания фондов денежных средств у субъектов хозяйствования и государства и использования их на цели воспроизводства, стимулирования и удовлетворения социальных нужд общества	Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1999. С. 15
Финансы представляют собой систему экономических отношений, связанных с формированием, распределением и использованием денежных средств в процессе их кругооборота	Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т. 1. — К.: Ника-Центр, 1999. С. 11
Финансы представляют собой экономические отношения, связанные с формированием, распределением и использованием централизованных и децентрализованных фондов денежных средств в целях выполнения функций и задач государства и обеспечения условий расширенного воспроизводства	Финансы: Учебник / Под ред. Л.А. Дробозиной. — М.: Финансы: ЮНИТИ, 1999. С. 14; Финансы и кредит субъектов Российской Федерации: Учебник. — Калининград, 1999. С. 122
Финансы — это совокупность денежных отношений, организованных государством, в процессе которых осуществляется формирование и использование общегосударственных фондов	Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. — М.: Проспект, 1999. С. 27

<i>Определение финансов</i>	<i>Источник</i>
денежных средств для решения экономических, социальных и политических задач	
Финансы — это система денежных отношений, возникающих при формировании и использовании денежных фондов и при обороте денежных средств	<i>Балабанов А.И., Балабанов И.Т. Финансы: Учеб. пособие. — СПб.: Питер, 2000. С. 13</i>
Финансы представляют собой совокупность экономических отношений, возникающих в реальном денежном обороте при формировании, распределении и использовании фондов финансовых ресурсов	<i>Бабич А.М., Павлова Л.Н. Финансы: Учебник. — М.: ФБК-ПРОГРЕСС, 2000. С. 15</i>
Финансы выражают систему денежных отношений, регулируемых государством в целях формирования и использования фондов финансовых ресурсов для удовлетворения различных общественных потребностей	<i>Бочаров В.В. Копоративные финансы. — СПб.: Питер, 2001. С. 10</i>
Финансы — специфическая сфера экономических отношения, определяемых движением денег. В их основе лежат процессы, происходящие в результате создания, распределения, обмена и использования валового внутреннего продукта и национального дохода	Справочник финансиста предприятия. — М.: ИНФРА-М, 2001. С. 11
Финансы — это система денежных стоимостных отношений, связанных с формированием и использованием денежных фондов в процессе распределения и перераспределения валового внутреннего продукта	Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. О.В. Врублевской. — М.: Юрайт-М, 2001. С. 54
Финансы — фундаментальная, обобщающая, многозначная категория, характеризующая процессы образования, распределения и перераспределения денежных средств государства, регионов, хозяйствующих субъектов, юридических и физических лиц в ходе формирования их доходов, расходов, накоплений и возникающие при этом денежные отношения	Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. засл. деятеля науки РФ, д.э.н., проф. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. С. 1045
Финансы — это стоимостная категория... совокупность денежных отношений, порождаемых и регулируемых государством, связанная с распределением и перераспределением стоимости ВВП и части национального богатства	Финансы и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. Г.Н. Белоглазовой. — М.: Юрайт-Издат, 2003. С. 24
Финансы — это совокупность денежных отношений, возникающих в процессе формирования, распределения и использования централизо-	Финансы и кредит: Учеб. пособие / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.:

<i>Определение финансов</i>	<i>Источник</i>
ванных и децентрализованных фондов денежных средств в целях выполнения функций и задач государства и обеспечения условий расширенного воспроизводства	Финансы и статистика, 2003, С. 9
Финансы — совокупность всех денежных средств, находящихся в распоряжении предприятия, государства, а также система их формирования, распределения и использования	Словарь иностранных слов, 15-е изд. — М.: Русский язык, 1995
Финансы — это экономический инструмент распределения национального дохода, контроль за образованием и использованием фондов денежных средств	Миляков Н.В. Финансы. — М.: ИНФРА-М, 2002
Финансы — это не сами денежные средства, а отношения между людьми по поводу использования и распределения денежных средств	Финансы: Учеб. пособие / Под ред. П.И. Вахрина, А.С. Непитовой. — М.: Маркетинг, 2002

1.1.3. СВОЙСТВА ФИНАНСОВ

Свойства финансов — основной признак российской школы, позволяющий раскрыть их содержание.

Первое свойство финансов: финансы являются денежными отношениями. Это родовый признак категории, «движение стоимости в ее денежной форме — экономическая основа функционирования финансов»¹.

Итак, финансы обязательно выступают только в денежной форме.

Финансы представляют собой реальное движение денежных средств, но они не тождественны деньгам. Деньги — лишь основа и необходимое условие существования финансов. Разница между ними состоит в том, что деньги возникают из обмена и являются его инструментом в качестве всеобщего эквивалента, в то время как финансы возникают из процесса распределения. «Финансы, во-первых, производны от денежной формы стоимости, во-вторых, связаны с ее реальным движением. Отсюда финансы всегда связаны с отношениями владения стоимостью различными субъектами, этим финансы отличаются от денег, в которых субстанция стоимости обезличена»².

Второе свойство финансов: финансы — это распределительные отношения. При этом под распределением рассматривается процесс формирования и использования денежных доходов и расходов.

¹ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003. С. 63.

² Там же.

В этом свойстве также отражаются различия между деньгами и финансами. Деньги возникают непосредственно в процессе обмена, а финансы — в процессе распределения, но те и другие обслуживают весь воспроизводственный цикл.

На второй стадии общественного воспроизводства (распределение) распределяется созданная стоимость общественного продукта в ее денежной форме, т.е. денежная форма стоимости обособляется от натурально-вещественной формы совокупного продукта, что характеризует одностороннее движение стоимости (без встречного эквивалента), — это процесс функционирования финансов.

На третьей стадии (обмен) распределенная стоимость (денежная форма) обменивается на товарную форму, т.е. совершается акт купли-продажи, в ходе которого происходит встречное движение стоимостей, находящихся в товарной и денежной формах, — это процесс функционирования денег.

Таким образом, на стадии распределения функционируют финансовые отношения, а на стадии обмена — денежные отношения.

Распределение относится к разряду полиаспектных и многофункциональных процессов, оно характеризуется различными проявлениями, которые лишь частично относятся к финансовым. Распределительный характер присущ многим экономическим категориям, и поэтому для раскрытия содержания финансов в распределительном процессе должны быть выделены только те аспекты, которые опосредуют функционирование финансов. Ряд авторов относят к таким признакам в распределении выделение материальных носителей финансовых отношений, выражающих результаты стоимостного распределения с помощью финансов. При этом в силу сложности категории «распределение» выделяется первичное распределение и перераспределение. Первоначально финансовые отношения возникают в процессе первичного распределения стоимости ВВП, когда она распадается на составляющие ее элементы, которые, в свою очередь, также перераспределяются. В этом контексте за основу берется важнейший постулат теории трудовой стоимости: $ВВП = c + v + m$ (c — фонд возмещения; $v + m$ — национальный доход). Это первичное распределение ВВП, далее осуществляется его перераспределение в рамках представленных составляющих.

На уровне субъекта хозяйствования распределение касается выручки организации, в результате чего образуются различные формы денежных доходов и накоплений. На уровне домашних хозяйств распределению подлежат семейные доходы, образующие денежные средства и накопления семей.

Процесс перераспределения затрагивает движение средств между экономическими субъектами, образуя денежные доходы, идущие на потребление субъектов рынка, на инвестиции, на государственные

расходы и на экспортные операции. Перераспределение происходит прежде всего через финансовые рынки (привлечение средств через эмиссию ценных бумаг, кредитных договоров, одновременное размещение свободных денежных средств субъектами рынка в определенные активы других субъектов рынка, поступление дивидендов и т.д.). Перераспределение совершается и через бюджетную систему с помощью налоговых механизмов и государственных закупок.

«Распределение и перераспределение стоимости с помощью финансов обязательно сопровождается движением денежных средств, принимающих особые формы — доходов и накоплений, составляющих в совокупности финансовые ресурсы»¹.

Третье свойство финансов: материальным носителем финансовых отношений являются финансовые ресурсы. Рассмотрение финансовых ресурсов, используемых в фондовой и нефондовой формах, в качестве материальных носителей финансовых отношений позволяет выделять финансы в системе распределительных отношений. Финансовые ресурсы, по мнению В.М. Родионовой, отличаются от денежных средств двумя характерными признаками:

- принадлежностью субъекту хозяйствования или государству;
- использованием на цели роста национальной экономики или роста бизнеса, а также на цели удовлетворения социальных потребностей.

Ряд авторов представляют конкретную характеристику финансовых ресурсов. «Под финансовыми ресурсами понимаются денежные доходы, накопления и поступления, находящиеся в собственности или распоряжении субъектов хозяйствования или органов государственной власти и местного самоуправления и используемые ими на цели расширенного воспроизводства, социальные нужды, материальное стимулирование работающих, удовлетворение других общественных потребностей»².

Они же выделяют виды и источники формирования финансовых ресурсов, к первым относятся амортизационные отчисления, прибыль организаций, налоговые доходы, страховые платежи и т.п. Ко вторым (для государства) — стоимость валового внутреннего продукта, часть национального богатства и поступления от внешнеэкономической деятельности. Состав источников финансовых ресурсов субъектов хозяйствования зависит от многих факторов (сфера деятельности, организационно-правовая форма, отраслевые особенности и т.д.).

Таким образом, три свойства финансов образуют содержание категории финансов и позволяют подтвердить вышеизложенное их определение.

¹ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003. С. 68.

² Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. — М.: Финансы и статистика, 2007. С. 22.

1.2. ФУНКЦИИ ФИНАНСОВ В РОССИЙСКОЙ НАУЧНОЙ ШКОЛЕ

Проблемы идентификации функций финансов в российской научной школе относятся к одним из самых дискуссионных. Многочисленность концепций в этой области обусловлена в значительной степени возможностью их расхождения у различных субъектов рынка. При этом в трактовке российской школы категория «функции финансов» является ключевой и рассматривается во всех финансовых дисциплинах, поскольку именно функции в достаточной мере отражают и раскрывают потенциал содержания категории «финансы» в интерпретации данной школы.

Будучи способом проявления содержания, функция обладает теми же свойствами, которые характеризуют саму категорию. При этом, как считает В.М. Родионова, «функция должна характеризовать способ поведения категории, а не различные формы ее проявления (доходы субъектов хозяйствования и субъектов власти, их расходы и т.д.)»¹.

Поэтому в ее теоретических исследованиях просматривается характеристика двух ведущих функций, которые отражают финансы субъектов хозяйствования и субъектов власти. К этим функциям автор относит распределительную и контрольную функции. «Сущность финансов как особой сферы распределительных отношений проявляет себя прежде всего с помощью распределительной функции. С ее помощью реализуется общественное назначение финансов — обеспечить каждого субъекта хозяйствования и каждого субъекта власти необходимыми ему финансовыми ресурсами, используемыми, как правило, в форме денежных фондов целевого назначения... Благодаря распределительной функции финансы обслуживают весь воспроизводственный процесс в целом, влияя на все его стадии»².

Участие финансов в распределении и перераспределении вновь созданной стоимости — сложный процесс, характеризующийся значительной мобильностью создаваемых и расходуемых денежных доходов. Этот процесс охватывает распределение и перераспределение вновь созданной стоимости не только между государством, фирмами, домохозяйствами, но и между уровнями государственной власти, местного самоуправления, между территориями и отраслями и т.д.

Наличие контрольной функции автор связывает с движением в денежной форме стоимости общественного продукта. Поэтому финансы обладают свойством количественно (через финансовые ресурсы и фонды) отображать воспроизводственный процесс в целом и раз-

¹ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003. С. 73.

² Там же.

личные его стадии. Они отражают стоимостные пропорции, складывающиеся в обществе, и «сигнализируют» о дефиците и профиците денежных средств в определенном сегменте рынка. «Основу контрольной функции финансов составляет движение финансовых ресурсов, происходящее как в фондовой, так и нефондовой формах»¹. Контрольная и распределительная функции существуют во взаимосвязи, при этом контрольная функция является следствием распределительной, «инструментом реализации контрольной функции финансов выступает финансовая информация», поэтому ее прозрачность — необходимое условие для выполнения этой функцией своей роли².

Изложенные представления о функциях финансов признаются многими российскими учеными³.

Вместе с тем в российской школе существует разнообразие мнений по количеству функций финансов и их состоянию. К примеру, ряд авторов (В.В. Иванов, Л.А. Дробозина, А.М. Бабич, Л.Н. Павлова) выделяют еще воспроизводственную⁴, регулируемую⁵ и другие функции финансов.

Так, А.М. Бабич и Л.Н. Павлова признают множественность функций финансов, но при этом отмечают, что «в процессе деятельности, связанном с регулированием денежного оборота, реализуются три основные функции финансов: воспроизводственная, распределительная и контрольная. Воспроизводственная функция финансов заключается в обеспечении сбалансированности материальных, трудовых и денежных средств на всех стадиях кругооборота капитала в процессе простого и расширенного производства»⁶.

Если обратиться к историческим корням советской финансовой науки, следует отметить, что А.М. Александров и Э.А. Вознесенский

¹ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003. С. 73.

² См.: Там же.

³ См.: *Аллахвердян Д.А.* Финансово-кредитная система СССР. — М.: Наука, 1982. С. 33–41; *Дьяченко В.И.* Товарно-денежные отношения и финансы при социализме. — М.: Наука, 1974. С. 458–470; *Дадашев А.З., Черник Д.Г.* Финансовая система России. — М.: ИНФРА-М, 1997. С. 11–13; *Родионова В.М.* Финансы: Учебник. — М.: Финансы и статистика, 1995. С. 21–25; Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003. С. 73–82; *Моляков Д.С.* Теория финансов предприятий. — М.: ФА, 1999. С. 8–10; Финансы: Учеб. пособие / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.: Финансы и статистика, 1998. С. 14–19; Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. — М.: Финансы и статистика, 2007. С. 16–21.

⁴ См.: *Бабич А.М., Павлова Л.Н.* Финансы: Учебник. — М.: ФБК-ПРЕСС, 2000. С. 18.

⁵ См.: Финансы: Учебник / Под ред. В.В. Ковалева. — М.: Финансы и статистика, 2001. С. 11–13.

⁶ *Бабич А.М., Павлова Л.Н.* Указ. соч.

разделили распределительную функцию на две: формирование денежных фондов и их использование.

Традиции этой школы развивает в современных условиях Б.М. Сабанти¹.

Следует отметить, что западные источники рассматривают финансы как прикладную науку (государственные финансы, корпоративные финансы) и не уделяют должного внимания функциям финансов. В то же время западная практика при исследовании финансов оперирует категорией «принятие решений» каждым субъектом рынка, с нашей точки зрения — это и есть функции финансов субъектов рынка.

1.3. ТРАКТОВКА СОДЕРЖАНИЯ ФИНАНСОВ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В ЗАПАДНОЙ ШКОЛЕ

1.3.1. СПЕКТР ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВ

В западной теории проблемы выявления содержательного потенциала финансов не выступают ключевыми и столь дискуссионными, как в российской практике, хотя методологическое обоснование содержания категории весьма представительно. Согласно теоретическим основам западной школы содержание категории «финансы» рассматривается в рамках концепции ограниченности ресурсов и предельной производительности, являющейся составной частью фундаментальной мировой экономической науки. В данном контексте термин «финансовые ресурсы» рассматривается как ресурс экономики в целом (например, трудовой, капитальный и т.д.), обладающий признаком ограниченности.

Финансовая теория представлена в западной школе рядом концепций, отражающих систематизированный подход к исследованию вопросов *распределения* ограниченных или дефицитных денежных ресурсов с учетом фактора времени, а также ряда количественных моделей, с помощью которых оцениваются альтернативные варианты, принимаются и воплощаются в жизнь финансовые решения. Если за основу взять российский опыт, то также можно выделить определенные свойства финансов и в западном подходе к категории. Эти так называемые свойства таковы: 1) финансы имеют денежную основу, которая носит ограниченный характер, но эта денежная основа существует в форме распределения денежных средств (теоретический подход) и управления денежными средствами (практический подход), а не денежных отношений; 2) финансы относятся к распределительной

¹ См.: Сабанти Б.М. Теория финансов: Учеб. пособие. — М.: Менеджер, 1998.

сфере, т.е. их характеристиками являются процессы аккумуляции и использования денежных средств, а следовательно, и их выбор из альтернативных предложений; 3) финансы создают основу для управления денежными средствами, т.е. для принятия конкретных финансовых решений, в этом их принципиальное назначение.

Первое свойство требует обоснования моделей расчета временной стоимости денег, носящих финансовый характер, и превращает данное свойство в способ решения практических задач. Второе свойство ориентировано на способ распределения, который отражен в системе национального счетоводства (СНС) и также имеет фундаментальное практическое значение. При этом распределение рассматривается как весьма сложный процесс, включающий первичное и n -перераспределение.

В системе национального счетоводства стоимостное измерение ВВП и его распределение осуществляются на основе двух равнозначных подходов — потока расходов и потока доходов:

$$\text{ВВП (поток расходов)} = C + I + G + X(n),$$

где C — потребление; I — инвестиции; G — государственные закупки; $X(n)$ — чистый экспорт;

$$\text{ВВП (поток доходов)} = \text{Заработная плата и единый социальный налог} + \text{Процент и другие доходы от собственности} + \text{Косвенные налоги} + \text{Амортизация} + \text{Прибыль}.$$

Измерение стоимости ВВП на основе потока расходов позволяет выявить направления расходования финансовых потоков и фиксирует распределение ВВП по расходному принципу.

Измерение стоимости ВВП на основе потока доходов позволяет выявить финансовые ресурсы организаций, государства, домашних хозяйств и констатировать фактическое первичное распределение ВВП. Ведущая категория распределения на макроуровне — ВВП, создаваемый всеми субъектами рынка, «категория, представляющая собой всеобъемлющую меру совокупного национального выпуска товаров и услуг. ВВП представляет собой сумму денежной стоимости потребительских и инвестиционных благ, государственных закупок товаров и услуг, а также чистого экспорта страны в течение года»¹.

Представленные модели распределения ВВП отражают практику построения системы международного учета в его стоимостной форме, в зоне которой и функционируют финансы. Такое «свойство» финансов связано с формированием различных моделей управления денежными средствами (прежде всего субъектов хозяйствования и домашних хозяйств как основных «игроков» мира финансов), обу-

¹ Самуэльсон П., Нордхаус В. Экономика: Пер. с англ. 16-е изд.: Учеб. пособие. — М.: Вильямс, 2005. С. 360.

словливающих выбор альтернативных способов аккумуляции и использования денежных средств.

Следует отметить, что государство как «игрок» мира финансов не исключается, но роль его ограничена и оно рассматривается в рамках финансовой системы как регулирующий орган.

Поскольку рассмотренная триада «свойств» финансов в западной практике включает сферу принятия финансовых решений, возникает необходимость определить круг этих решений, свойственных всем субъектам рынка. К западной трактовке «игроков» финансов добавим государство, поскольку курс публичных финансов рассматривается в западной практике изолированно.

При этом отметим, что «финансовые решения характеризуются тем, что расходы и доходы 1) разнесены во времени и 2) как правило, не могут быть точно предсказаны ни теми, кто принимает решения, ни кем-либо другим»¹.

1.3.2. ФИНАНСОВЫЕ РЕШЕНИЯ, ПРИНИМАЕМЫЕ СУБЪЕКТАМИ РЫНКА

Финансовые решения, принимаемые домашними хозяйствами

В системе фундаментальной экономической науки рассматривается вся система субъектов рынка, к которой относятся домашние хозяйства, фирмы, государство, граница, и все они связаны с распределением денежных средств. Поэтому финансы как теория, используя термин «субъектность», исследуют распространение спектра действия финансов на всех субъектов рынка.

Под домохозяйствами понимаются семьи самых разных размеров и уровней достатка. Они принимают следующие решения:

- о потреблении и сбережении денежных средств, т.е. аккумуляция и использование денежных средств;
- инвестиционные (в какие активы вложить имеющиеся сбережения);
- о финансировании (когда и каким образом следует воспользоваться заемными средствами для реализации своих потребительских и инвестиционных замыслов);
- связанные с управлением рисками как последствием инвестиционных решений.

В результате того, что домохозяйства могут сберегать часть средств для использования их в будущем, они накапливают общие фонды богатства, которые могут хранить в различных формах. Все эти средства называются активами. **Активы** — все то, что имеет экономическую ценность. Домашние хозяйства принимают решения о сбережениях и инвестировании денежных средств, поэтому можно рассматривать

¹ Боди З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2007. С. 38.

их как основных «игроков» финансов, обладающих избытком денежных средств и выступающих чистыми кредиторами фирм и государства. Домашние хозяйства вкладывают денежные средства в активы этих субъектов рынка, которые испытывают дефицит денежных средств.

Кроме того, домохозяйства, как и все субъекты рынка, могут выступать и заемщиками; таким образом, у них (у конкретного индивида) появляются долговые обязательства. Богатство домохозяйства, или чистая стоимость его имущества, равно стоимости его имущества за вычетом суммы долговых обязательств.

Задание

Вы владеете домом стоимостью 5 млн руб. и имеете депозит в банке на сумму 700 тыс. руб., при этом вы взяли кредит на сумму 1,2 млн руб. при покупке дома под залог недвижимости и имеете по кредитной карте задолженность в 50 тыс. руб.

Рассчитайте чистую стоимость своего имущества.

Ответ: 4,45 млн руб.

Основная цель домашних хозяйств как финансовых игроков состоит в наращивании чистой стоимости имущества.

Финансовые решения, принимаемые фирмами

Фирмой называется любой субъект экономической деятельности (экономический субъект, субъект хозяйствования), основная функция которого заключается в производстве экономических благ, т.е. товаров или услуг. В данном контексте под фирмой понимается и предприятие, и организация, и корпорация. Фирмы различаются по размерам, уровню доходов; в практике выделяется малый бизнес, крупные организации (корпорации) и транснациональные корпорации.

Область науки, которая занимается принятием финансовых решений на уровне фирм, называется «Финансы организаций», или «Корпоративные финансы».

Каждая фирма обладает капиталом двух видов — физическим и финансовым. Здания, сооружения, оборудование и т.д., используемые в производственном процессе, относятся к **физическому капиталу**. Акции, облигации, кредиты, позволяющие фирмам финансировать покупку физического капитала, носят название **финансового капитала**.

Фирмы принимают решения следующих типов:

- выбор сферы функционирования и развития бизнеса — стратегическое планирование, которое связано с оценкой доходов и расходов фирмы, возникающих во времени, поэтому его часто относят к финансовым решениям. В рамках выбора направлений деятельности могут быть фирмы отраслевые и диверсифицированные;

- выбор направлений инвестиционных вложений и их планирование (инвестиционная деятельность);
- управление оборотным капиталом с целью оптимизации денежных потоков фирмы, направленной на то, чтобы операционный дефицит денежных средств постоянно восполнялся, а профицит эффективно инвестировался с максимальной доходностью и минимальным риском;
- планирование финансовой деятельности и финансирование, обуславливающее изменение структуры капитала фирмы. Процесс определения структуры капитала начинается с разработки практического финансового плана деятельности фирмы, после чего можно приступать к разработке оптимальной структуры финансирования.

Проблемы финансовых решений, принимаемых фирмами, трактуются неоднозначно в курсах «Финансы» и «Финансовый менеджмент», что обусловлено спецификой каждого курса. Чаще всего в системе управления финансами (финансовый менеджмент) выделяются три сферы принятия решений:

- инвестиционные решения, их предмет — выявление, отбор и управление реальными активами;
- финансовые решения, их предметом является определение оптимального состава портфеля акций и облигаций, посредством которого компания привлекает капитал, необходимый для финансирования ее деятельности (корпоративные финансы). Для остальных фирм — оптимальный состав портфеля собственного и заемного капитала;
- решения о дивидендах, их предмет — определение доли дохода, направляемого на реинвестирование и выплаты акционерам¹.

При разночтениях в спектре принятия решений следует отметить, что каждый выбор в ходе принятия фирмой финансовых решений — будь то управление оборотным капиталом или инвестирование — зависит от производственной технологии, организационной формы бизнеса, системы регулирования бизнеса, налоговой системы и конкурентной среды, в которой функционирует фирма.

Фирмы могут выпускать в обращение разнообразные финансовые инструменты. Это могут быть стандартизированные ценные бумаги — обыкновенные и привилегированные акции, облигации, конвертируемые ценные бумаги, нерыночные финансовые требования к предприятию (административные опционы, банковские ссуды для них, договоры аренды, лизинга и обязательства по медицинскому и пенсионному обеспечению).

¹ См.: Ли Ч.Ф., Финнерти Дж.И. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. С. 5.

Принципиальное значение при принятии решений имеет структура капитала фирмы, которая позволяет определить, какую часть от ее выручки получит каждый из владельцев определенных частей капитала. Как следствие этого структура капитала влияет на контроль над работой фирмы.

Фирмы на финансовых рынках выступают в основном как заемщики, что приводит к образованию их обязательств.

Богатство фирм, или чистая стоимость их имущества (чистые активы) = $A - O$,

где A — активы; O — обязательства фирмы.

Задание

На основании данных агрегированного баланса компании ABC (табл. 1.2) на 31.12.20xx г. рассчитайте чистую стоимость имущества компании.

Таблица 1.2

Агрегированный баланс компании ABC

<i>Актив</i>	<i>Млн руб.</i>	<i>Пассив</i>	<i>Млн руб.</i>
Внеоборотные активы	300	Собственный капитал	300
Оборотные активы	200	Долгосрочные обязательства	100
		Краткосрочные обязательства	100
Баланс	500	Баланс	500

Ответ: 300 млн руб.

Богатство фирм и есть основная цель их деятельности, перефразируя которую можно сказать: цель состоит в максимизации богатства акционеров, т.е. рыночной стоимости их акций (корпорации) или наращивании стоимости бизнеса (другие фирмы). «Это правило, как любая всеохватывающая сентенция, не всегда бывает верным. Следует учитывать некоторые его ограничения. Во-первых, оно предполагает наличие хорошо развитых и конкурентных рынков капитала. Во-вторых, оно исключает возможность незаконных или неэтичных действий менеджеров»¹.

Последнее ограничение является практически непреодолимым на практике, поэтому данная целевая позиция или целевая установка оказывается недостаточно жизнеспособной (особенно для корпораций).

В теории корпоративного управления, как и в теории финансов, рассматриваются причины этого явления, обоснованного отделением управления и контроля.

¹ Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 50.

В условиях корпорации преобладает так называемый конфликт между акционерами и менеджерами, функционально объясняемый теорией агентских отношений. Еще в 1932 г. Адольф Берл и Гарднер Минс¹ обратили внимание на последствия разделения собственности и контроля, они предостерегали против разделения владельцев и управляющих — агентов в различных фирмах. Их исследование заложило основу теории агентских отношений, которая сегодня является ключевой в корпоративном управлении и заставляет некоторым образом трансформировать современную систему управления финансами на уровне фирм. Не является тайной существование противоречий между акционерами и менеджерами, диктуемых личным интересом, у каждой из сторон конфликта эти интересы часто не совпадают. Исследования Р. Морка, А. Шлейфера и Р. Вишни свидетельствуют: «Когда менеджеры имеют небольшие активы в фирме, а акционеры слишком рассеяны, для того чтобы заставить максимизировать стоимость, корпоративные активы могут быть развернуты таким образом, чтобы приносить пользу менеджерам, а не акционерам»².

Большинство современных экономистов считают, что интересы менеджеров и акционеров часто не совпадают и это проявляется в системе противоречий интересов, которые на практике приобретают следующее выражение.

Первое противоречие — акционеры хотят максимизировать доход, а менеджеры — размеры компании, поскольку это обеспечивает рост капитализации, а следовательно, и рост системы вознаграждения менеджеров, с одной стороны, и увеличивает амбиции управленца и его социальную значимость, под его руководством оказывается все большее количество персонала — с другой.

Второе противоречие — диверсификация рыночного риска. Менеджеры стремятся диверсифицировать риск в рамках внутрифирменного управления, неся большие операционные издержки, в то время как акционеры могут его диверсифицировать на фондовом рынке с меньшими операционными издержками. Следовательно, диверсификация с целью сокращения риска — это не тот вид услуг, которые менеджмент способен предоставить акционерам.

Третье противоречие — нежелание менеджеров рисковать. Менеджеры не могут диверсифицировать свой риск потери занятости. Поэтому они стремятся к диверсифицированной экспансии, используя ее как защиту от поглощения и возможности потери работы. Послед-

¹ Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. N.Y.: Macmillan, 1932.

² Mork R., Shleifer A., Vishny R.W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics. 1988. January-March. P. 293–315.

ствия такой диверсификации можно рассматривать как агентские издержки.

Четвертое противоречие, впервые обоснованное Шлейфером и Вишни и трактуемое ими как менеджерские манипуляции — менеджерские «укрепления»¹. Укрепления возводятся агентами при расширении фирм такими способами, которые соотнобразуются с их собственными интересами, но не обязательно соответствуют интересам фирм.

Пятое противоречие — обогащение менеджеров. При разделении собственности и контроля менеджеры могут предпочесть личное незаконное обогащение в противовес максимизации доходности для акционеров.

Контекстуальные факторы, отражающие агентские проблемы в современных условиях, усилились, поскольку диверсифицированная экспансия расширилась и особенно остро проявилась на пике создания конгломератов (1980-е гг.), которые в исследованиях Ричарда Ролла охарактеризованы как управленческое «высокомерие»². Майкл Йенсен на основе стремительного развития этого вида экспансии сформулировал концепцию свободного денежного потока. Он установил, что конфликт интересов акционеров и менеджеров приобретает наибольшую остроту при выборе направлений свободных денежных потоков, и отмечает, что внутреннее финансирование приобретений — один из способов потратить наличные и отклониться от распределения их в пользу акционеров. «Теория (свободных денежных потоков) подразумевает, что менеджеры фирм, располагающие неиспользованными средствами и значительными свободными денежными потоками, весьма вероятно пойдут на слияние компаний, приносящее небольшую выгоду или даже разрушающее стоимость. Программы по диверсификации полностью попадают под эту категорию, и теория предсказывает, что они произведут прибыль значительно меньшую общей»³.

Йенсен предположил, что задолженность может стимулировать рост организационной и производственной эффективности, особенно в фирмах, генерирующих значительные денежные потоки, но имеющих не очень впечатляющие перспективы роста. Это уменьшает объем ресурсов, находящихся в распоряжении топ-менеджеров, и снижает вероятность того, что они вложат капитал в неэффективные проекты, которые удовлетворяют только их личным интересам.

¹ Shleifer A., Vishny R.W. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments // *Financial Economics*. 1989. November 25. P. 123–139.

² Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // *Journal of Business*. 1986. April. 59, No. 2. P. 197–219.

³ Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. 1986. May. P. 328.

Другой фактор — давление рынка. Давление со стороны рынка могло склонить менеджеров к обману, чтобы оправдать ожидания акционеров — с одной стороны. А с другой — краткосрочные акцент на рынке заставляют их сосредоточиваться на краткосрочных показателях, нанося ущерб научным исследованиям и разработкам, период окупаемости которых значителен.

Наконец, фактор компенсации руководителям также занимает не последнее место в иерархии конфликтов, который, без сомнения, относится к агентским издержкам. Зависимость между выплатами топ-менеджерам и их трудовым вкладом накануне финансового кризиса выросла на порядок по сравнению с 1990-ми гг. При этом новая форма компенсации (фондовая) создала новые проблемы. Общий уровень компенсации сегодня складывается из окладов и акций компании. Акции составляют две трети общей суммы выплат.

Финансовый кризис высветил эти проблемы противоречий наиболее зримо, поскольку погоня за капитализацией явилась основным поводом его разворачивания.

В условиях глобального экономического кризиса, который начал развиваться как финансовый кризис, однозначность трактовки цели — роста капитализации компании — подвергается естественному сомнению, поэтому на современном этапе развития мировой финансовой системы происходит переосмысление отношения к капитализации активов как единственно верному способу эффективности функционирования фирм. «Ключевым ориентиром развития корпораций стал рост капитализации. Именно этот показатель более всего интересовал акционеров, и именно по нему оценивается в наши дни эффективность менеджмента. Между тем стремление к максимальной капитализации вступает в противоречие с реальным основанием социально-экономического прогресса — с повышением производительности труда. Рост капитализации связан, конечно, с производительностью труда, но лишь *в конечном счете*. Однако перед акционерами надо отчитываться ежегодно. А для получения необходимых для акционеров годовых отчетов, для обеспечения *текущего* роста капитализации требуется совсем не то же самое, что обеспечивает рост производительности. Для повышения капитализации надо проводить слияния и поглощения, поскольку объем активов способствует ее росту. Разумеется, не следует закрывать и отсталые предприятия, поскольку это ведет в текущем периоде к снижению капитализации. В результате в рамках многих крупных промышленных корпораций сохраняются старые, неэффективные производства и бизнес-структуры»¹.

¹ Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 30) — www.iet.ru

Поэтому ограничения на указанную цель, выявленные З. Боди и Р. Мертоном, приобретают принципиальное значение при функционировании и развитии фирм.

Финансовые решения, принимаемые государством

Государство, выступая равноправным субъектом рынка, является «игроком» финансов, аккумулируя в своем распоряжении значительные финансовые ресурсы в результате перераспределения ВВП. Эти ресурсы имеют фондовую форму — бюджеты страны и территорий (федерация), бюджет страны (унитарное государство).

Государство принимает следующие финансовые решения, взаимосвязанные с реализацией его функций в экономике:

- обеспечение предоставления общественных благ или процесса, при котором совокупные ресурсы разделяются между производством частных и общественных благ, определяется набор предлагаемых общественных благ и осуществляется определение источников их финансирования;
- осуществление корректировки сложившегося распределения доходов и богатства с целью обеспечения соответствия общественным представлениям о «справедливом» распределении;
- использование бюджетной политики как средства обеспечения высокой занятости, приемлемого для эпохи уровня цен и соответствующего уровня экономического роста с учетом влияния на торговый и платежный балансы страны.

Реализация этих решений осуществляется в рамках государственной финансовой политики, которая включает в себя бюджетно-налоговую, денежно-кредитную и другие виды финансовой политики. Выбор финансовой политики государства зависит от множества факторов, прежде всего фактора уровня развития страны, фазы экономического цикла, ментальности и др. Каждая страна строит свою финансовую политику в соответствии с национальной спецификой, но с учетом мирового опыта функционирования публичных финансов. Финансовая политика государства — категория динамичная и подлежит коррекции в зависимости от факторов, влияющих на нее.

Решения, связанные с производством общественных благ, состоят в определении вида и качества общественного блага, которое необходимо обеспечить, и его стоимости для каждого конкретного потребителя (корпораций и домашних хозяйств), что и формирует бюджетную политику. В этом случае политический процесс должен встать на место рыночного механизма и определить методом голосования спектр общественных благ, т.е. денежное голосование, свойственное частным благам, заменяется голосованием мандатами (бюллетенями). Принятие решений с помощью голосования заменяет выявление предпочтений с помощью рыночных механизмов, а налогообло-

жение — добровольную оплату благ. Следовательно, налоговое бремя в значительной степени зависит от спектра деятельности государства в сфере производства общественных благ.

Решения, связанные с перераспределением, — извечная проблема государства, особенно в эпоху роста благосостояния, поскольку связана с проблемой справедливости распределения. Каждое государство решает эту проблему по-своему, но при этом формирует фискальные инструменты перераспределения, к которым относятся¹:

- налогово-трансфертная схема, соединяющая прогрессивное² налогообложение домохозяйств с высокими доходами и субсидирование домохозяйств с низкими доходами;
- прогрессивное налогообложение высокодоходных групп населения с целью финансирования государственных услуг, особенно в жилищной сфере, с целью приносить выгоду семьям с низкими доходами;
- комбинирование налогов на товары, приобретаемые в основном семьями с высокими доходами, и субсидий на товары, покупаемые преимущественно семьями с низкими доходами.

Третий блок решений, принимаемых государством, связан с его стабилизационной функцией в экономике, которая в период кризисов выходит на первое место. Этот блок решений связан с макроэкономическими индикаторами национального развития, самыми уязвимыми в период кризиса. К инструментам политики стабилизации относятся монетарные и фискальные инструменты, связанные с бюджетной и денежной политикой государства.

Спектр деятельности финансовой политики государства широк, что отражает система принятия решений.

Государство, в том числе, выступает участником фондового рынка и выпускает в обращение долговые ценные бумаги — облигации различного уровня и казначейские векселя и реализует функцию заемщика. Следовательно, как у любого заемщика, у него образуются обязательства, позволяющие формировать чистую стоимость активов государства, которая является результатом деятельности сектора государственного управления.

Чистая стоимость активов — это разница между активами и обязательствами сектора государственного управления (рис. 1.1). Упрощенно можно сказать, что доходы минус расходы — это до некоторой степени и есть прирост благосостояния государства.

Государство — единственный субъект рынка, который на финансовых рынках выступает в роли кредитора, заемщика и гаранта, что

¹ См.: Масгрейв Р.А., Масгрейв П.Б. Государственные финансы: теория и практика: Пер. с. англ. — М.: Бизнес Атлас, 2009. С. 26.

² Прогрессивный налог определяется как налог, ставка которого растет с ростом доходов.

$$\frac{\text{Нефинансовые активы (НФА)}}{\text{Финансовые активы (ФА)}} - \frac{\text{Пассивы}}{\text{Обязательства}} = \frac{\text{Чистая стоимость}}{\text{активов (результат)}}$$

Рис. 1.1

актуализирует проблему принятия решений по управлению рисками. Основная цель государства в рыночной экономике — обеспечение макроэкономической стабильности или предотвращение финансовой нестабильности, как отмечено выше.

Современная институциональная экономика оценивает эффективность государственных решений в области финансов на основе ряда индексов. Ключевым в этой сфере является индекс эффективности государственного контроля. Данный индекс характеризует эффективность мер контроля, осуществляемых государством. В нем оцениваются:

- 1) деятельность национального омбудсмана;
- 2) наличие и эффективность высшего органа аудита;
- 3) система налогообложения;
- 4) регулирование финансового сектора¹.

1.3.3. ТРАКТОВКА СОДЕРЖАНИЯ ФИНАНСОВ

Обзор финансовых решений, принимаемых субъектами рынка, можно считать завершенным; переходим к ключевым позициям, позволяющим выработать определение финансов, применяемое западной школой.

Приняв конкретное инвестиционное решение (читай: решение о распределении денежных средств), бизнес (или другой субъект рынка) воплощает его в жизнь с помощью финансовой системы. Поэтому в западной теории особое значение придается финансовой системе как встроенному институту национальной экономики, структура которой зависит от национальных особенностей и национальной практики хозяйствования.

Данные концептуальные позиции позволяют перейти к определению категории «финансы», утвердившемуся в западной практике.

З. Боди и Р. Мертон определяют финансы следующим образом: «**Финансы** — это научная дисциплина, изучающая вопросы *распределения* недостаточных денежных средств во времени и в условиях неопределенности. **Финансы** — это наука о том, каким образом люди

¹ Значение индекса для России снизилось с 85 в 2004 г. до 73 в 2007 г., что свидетельствует о негативном процессе развития системы государственного контроля, по этому показателю Россия перешла из группы «*strong*» в группу «*moderate*».

управляют расходом и поступлением дефицитных денежных ресурсов на протяжении определенного периода времени»¹.

В двух представленных определениях нет никакого противоречия, поскольку расходование и поступление денежных ресурсов не что иное, как их распределение.

Несколько иной подход представлен в словарно-энциклопедической литературе. Так, в Оксфордском толковом словаре² приводится многовариантная трактовка финансов, используемая в различных ситуациях, и раскрывается содержание финансов как:

- практика обращения с деньгами и управления ими;
- капитал, участвующий в каком-либо проекте, прежде всего капитал, который необходимо получить, чтобы начать новое дело;
- денежный заем для определенной цели, особенно сделанный финансовой компанией.

Рассмотрение финансов как «распределения денежных потоков или как процессов создания фондов и капиталов для осуществления различных расходов» представлено и в энциклопедии Британика (*Finance — the process of raising funds or capital for any kind of expenditure.*).

Данный подход лишь фиксирует отражение всестороннего применения (использования) термина на практике и не меняет общей стратегии подхода к категории.

В целом трактовка финансов, представленная в работах Р. Мертон и З. Боди, является квинтэссенцией зарубежной школы и используется в практике. Концептуальные позиции ее трактовки категории «финансы» следующие:

1) финансы рассматриваются как научная дисциплина и сфера деятельности. Предметом научной дисциплины является временной денежный поток, который формируется в сфере деятельности субъектов хозяйствования и домашних хозяйств;

2) определение категории носит в значительной степени утилитарный характер и подчинено цели обслуживания практики;

3) утилитарность подхода к категории обосновывается неразрывной связью всех структурных элементов финансов (теории, техники анализа и финансовых моделей);

4) данная дефиниция обеспечивает обоснование концепции финансовой системы как системы, с помощью которой осуществляется распределение и перераспределение денежных средств (прямое и опосредованное).

Особое значение при анализе содержания категории придается ее образующим основам с целью адаптации категории к конкретным действиям, связанным с принятием финансовых решений. «Финансы

¹ Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 18, 38.

² Бизнес: Оксфордский толковый словарь. — М.: Прогресс-Академия, Изд-во РГГУ, 1995.

покоятся на трех аналитических “столпах”: оптимизация использования денежных средств с учетом фактора времени (анализ межвременных альтернатив), оценка стоимости активов и управление риском, куда входит и портфельная теория. Ядро каждого из этих основных элементов состоит из ряда базовых законов и принципов, которые применимы в любой соответствующей подобласти»¹.

При этом финансы как наука в западной практике рассматриваются в качестве цементирующего центра всех экономических наук и интегрирующего центра корпоративных и государственных структур на основе функционирования финансовой системы. Роль цементирующего центра всех прикладных экономических наук проявляется в том, что финансы связывают их воедино, формируя концепцию экономического знания, при этом спектр сопряжения наук состоит в следующем:

- связь между бухгалтерским учетом и финансами проявляется в идентичном предмете исследования — стоимости и денежных ресурсах организации;
- связь между маркетингом и финансами проявляется в системе планирования и управления;
- связь между экономической теорией и финансами кроется в методологии рационального поведения субъектов рынка, используемой при построении финансовых моделей;
- связь с менеджментом проявляется через проникновение конкретных моделей управления, т.е. финансы опираются на высококоразвитые модели и методы и ориентируются на принятие решений во всевозможных организациях.

Таким образом, финансы обеспечивают интегрированное, широкое понимание деятельности всех субъектов рынка.

Концептуальная основа финансов в западной школе необходима для понимания принципов функционирования финансовой системы и направлений ее развития. При этом финансовая система рассматривается как надстройка или встроенный элемент экономической системы, обслуживающий субъектов рынка, которые обладают избытком или недостатком денежных средств.

Правомочность существования альтернативных подходов к категории вполне обоснована, поскольку речь идет о финансовой науке, концепции которой подвержены сильному влиянию практики и имеют жесткие временные рамки.

Кроме того, реальные события являются достаточно жесткими ориентирами для развития финансов как науки и как практического действия. Ученые неоднократно предпринимали попытки поставить финансы на службу практике и обеспечить на их основе постоянный

¹ Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 18.

рост благосостояния. Это стремление, естественно, сродни идее «*perpetum mobile*», что и демонстрирует развернувшийся на современном этапе глобальный финансовый кризис, который также одновременно раскрывает значение финансовой науки и широту спектра ее влияния на мировую экономику. Современная комбинация триады позиций в области финансов, преследующая благородную цель — обеспечение всеобщего благоденствия на основе создания постоянных финансовых источников роста, закончилась коллапсом. Мощное развитие финансовых инноваций, соединенное с целевым финансовым ориентиром бизнеса (рост капитализации) и глобальным смещением мировых центров сбережений, породило данный кризис. Рассмотрим особенности данного кризиса, проявившиеся на современном этапе, поскольку сценарии его развития предвидеть пока затруднительно, но его особенности ставят новые проблемы перед финансами, прежде всего как наукой.

1.4. УРОКИ СОВРЕМЕННОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА: ФИНАНСОВЫЙ КОНТЕКСТ

1.4.1. ОСОБЕННОСТИ СОВРЕМЕННОГО КРИЗИСА

Исследование кризисов является чрезвычайно важной проблемой, поскольку именно они вскрывают несовершенство теоретических и практических подходов к управлению финансовыми и иными ресурсами. Мы рассмотрим лишь просчеты в применении моделей управления финансами, выявленные современным кризисом, поскольку природа его происхождения сугубо финансовая. Состоятельность и целесообразность теоретических концепций в экономической сфере, в том числе в финансах, проверяется очередным кризисом, который зримо иллюстрирует основные противоречия теоретических концепций и концентрирует внимание на новых явлениях и процессах управления финансовыми ресурсами.

История экономики, занимающаяся исследованием кризисных явлений современности, трактует природу их возникновения как результат нарушения фундаментального рыночного равновесия между спросом и предложением. Современный финансовый, а затем и экономический кризис зримо высветили нарушение прежде всего этого равновесия, проявившееся в том, что цены на сырьевых рынках перестали зависеть от производителей продукции, а стали определяться играми на финансовых рынках, что и привело к нарушению фундаментального рыночного равновесия. Существование противоречия между двумя типами рынков в целом можно охарактеризовать

как ведущую особенность кризиса 2008 г. Рассмотрим более детально эту проблему и истоки ее возникновения.

Главной характеристикой 2008 г., благодаря которой он займет особое место в мировой и российской финансовой и в целом экономической науке и истории, является быстрота развертывания финансового кризиса, переросшего за непродолжительный период времени в экономический. Характерной чертой развертывающегося финансового кризиса стал кризис ликвидности финансовых институтов, который в течение некоторого времени дополнился глобальной рецессией. Современная экономическая ситуация дает возможность для некоторых выводов и оценок особенностей кризиса и причин, их порождающих.

Охарактеризуем особенности кризиса.

1. Современный кризис, естественно, циклический, но выходит за рамки обычного циклического, поскольку имеет глобальный характер. Начавшийся в условиях глобализации, этот кризис носит беспрецедентный по масштабам характер, охватывая практически все динамично развивавшиеся в последнее десятилетие страны и регионы. При этом кризис больший ущерб пока наносит тем странам, которые были наиболее успешны в последнее десятилетие, и напротив, застойные страны пострадали на сегодняшний день от него меньше. Сказанное характерно и для внутриэкономической ситуации в отдельных государствах, включая Россию.

2. Ожидается затяжной характер кризиса, начало которого знаменовалось специфическими предвестниками его развития, слабо учтенными практикой в силу недостаточного осмысления финансовых инноваций, бурно развивавшихся в конце 1990-х гг. и в начале нового века. К примеру, ситуация с банком *Barings*, разоренным в 1995 г. единоличными действиями молодого трейдера из сингапурского отделения Ника Лисона (*Nick Leeson*), была предвестником кризиса, посланием финансовому миру, который не отреагировал на него.

3. Современный кризис носит одновременно и структурный характер, т.е. требует серьезного обновления структуры мировой экономики и ее технологической базы, ориентируя их на рост в первую очередь производительности труда, которая в значительной степени связана с инновационными технологиями. Сейчас непонятно, какие структурные изменения последуют, однако результатом явно будет перераспределение сил в отраслевом и региональном отношениях, ведущее к уничтожению монополярного мирового пространства.

4. Достигнуто беспрецедентное единение политической и экономической элиты мира в борьбе с кризисом. Пока результаты этого единения спорны, но его позитивность не вызывает сомнений. Она состоит в единодушной констатации факта несовершенства мировой финансовой системы и необходимости изменения ее архитектуры.

При этом следует отметить, что национальные экономики будут каждая самостоятельно в той или иной степени осуществлять восстановление роста, но с учетом новых явлений в развитии мировой финансовой системы.

5. Наконец, еще одна особенность современного кризиса — кризис носит инновационный характер, т.е. он связан с состоявшимися и бурно развивающимися инновациями мировой финансовой системы, не учтенными соответствующим образом мировой практикой. Таким образом, на финансовом пространстве сформировался инновационный механизм, доступ к которому имела любая страна мира и который сопровождался значительное время бумом развития финансовой инженерии. Он включает появление и быстрое распространение финансовых инноваций — новых инструментов финансового рынка. При их создании казалось, что новые инструменты смогут создать условия для бесконечного экономического роста, в то время как последствия их создания многие лидеры финансового мира так и не сумели предвидеть.

Общая характеристика нынешнего глобального кризиса — неопределенность его основных параметров. Существует множество прогнозов, но никто не может ответственно сказать, сколь долго продлится кризис, будет ли его вторая волна, и если да, то в какой форме. В этом контексте особенно актуально предостережение профессора экономики Школы бизнеса Стерна при Нью-Йоркском университете Н. Рубини, что восстановление 2009 г. происходит «слишком рано и слишком быстро». Риски такого восстановления — надувание нового пузыря, за которым в ряде стран могут последовать неприятные социально-политические катаклизмы.

Современные аналитики определяют эти последствия кризисных явлений как результат роста инновационных финансовых инструментов, способствующих созданию моделей виртуальных рынков, в условиях которых рыночное равновесие собственно на финансовых рынках как фактор их развития и стабильности перестало функционировать — с одной стороны. А с другой — экономическая и политическая элита в условиях инновационного финансового бума практически утратила контроль над движением финансовых инструментов, что и привело к резкому обострению противоречия между спросом и предложением. Это противоречие проявилось в том, что цены на сырьевых рынках перестали зависеть от производителей сырья, т.е. перестали выполнять функции ценового рыночного сигнала. Сегодня цены формируются на финансовых рынках и существуют только в представлениях финансовых брокеров, торгующих связанными с поставками нефти и другого сырья вторичными финансовыми инструментами, причем инструментами, практически не имеющими отношения к реальному производству (объемам производства) этих товаров.

Поэтому нынешний кризис можно определить как «бунт финансовых инноваций против их создателей»¹.

Истоки кризиса в некоторой степени очевидны исходя из его особенностей, они кроются в масштабном изменении трех направлений развития современных финансов:

- перепроизводство новых финансовых инструментов (одних депозитарных расписок свыше 1000 разновидностей) как источников финансирования роста без учета развития реального производства, и прежде всего производительности труда;
- смещение центров сбережения в развивающиеся страны, которое привело к глобальному перераспределению финансовых ресурсов в развитые страны, прежде всего в США и Евросоюз, которые обладают резервными валютами и могут запускать «печатный станок» без значительного ущерба для национальной валюты. Это породило эффект роста незаработанного потребления, нарастающего как «снежный ком» в развитых странах;
- ориентация деятельности компаний на рост капитализации и требование ее роста собственниками вне соответствующего развития производства и производительности, особенно это проявляется в краткосрочном периоде.

Истоки кризиса, на первый взгляд, свидетельствуют о глобальном негативном влиянии финансов на мировую экономику; на самом деле они отражают несоответствие определенных теоретических концепций науки и возможностей их практического применения, а в определенном смысле и недостаточную оценку финансов как науки и возможностей использования ее результатов в практической деятельности.

Таким образом, кризис обозначил фундаментальное значение финансов и высветил их роль на современном экономическом пространстве, с одной стороны, и показал значение интеграции теории и практики — с другой.

1.4.2. КРИЗИС В РОССИИ

Особенности разворачивания кризиса в России требуют осмысления и его причин, к которым, прежде всего, следует отнести:

- специфические проблемы американской экономики, «американский синдром» кризиса;
- системные фундаментальные проблемы современного экономического развития, прежде всего глобализации;
- специфические российские обстоятельства.

¹ Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 30) — www.iet.ru

Эти факторы действуют разнонаправленно, и борьба с кризисом должна вестись с учетом всех названных причин.

Основной фактор, сформировавший первую причину кризиса, отмечаемый практически всеми аналитиками, — это неадекватная бюджетная и денежная политика американской администрации. Критике подлежат проведение проциклической политики после рецессии 2001 г., когда в условиях экономического роста страна продолжала идти по пути наращивания бюджетного дефицита вместо возвращения к клинтоновской политике профицитного бюджета. Это находило отражение, в частности, в политике процентных ставок, которые долго оставались низкими в условиях экономического подъема. Кроме того, за период с 1992 по 2008 г. в США было сформировано только три профицитных бюджета (1998–2000), бюджетный дефицит нарастал при низкой учетной ставке ФРС (за весь период — от 2 до 6% и сведение ее до минимума в 2009 г. — 0,5%), при этом темпы роста ВВП составляли от 2 до 5%.

США захлестнула эйфория глобализации — обеспечение непрерывного роста благосостояния, идея перегрева экономики казались уже старомодными, а итоги Великой депрессии слишком удаленными. Вслед за США правительства многих стран предпринимали шаги по стимулированию роста, это была политика искусственного подхлестывания роста, особенно важная для развитых стран в связи с двузначными цифрами экономического роста Китая.

Итогом стали беспрецедентные темпы экономического роста, позволявшие за пять лет на четверть увеличить мировой ВВП. Такой подъем неизбежно накапливал системные противоречия, невидимые из-за роста благосостояния. К ним, прежде всего, следует отнести такой аспект глобализации (кроме инновационных финансовых инструментов), как смещение центров сбережения и накоплений, который также считался его сторонниками источником бесконечного финансового успеха и поступательного роста. Этот феномен был назван Н. Фергюсоном (*N. Ferguson*) как Химерика (*Chimerica*), что по-английски составлено из сочетания слов Китай (*China*) и Америка (*America*)¹.

Таким образом, сформировался глобальный дисбаланс, который на протяжении десятилетия считался источником сбалансированности

¹ «В XIX в. наиболее развитые страны мира характеризовались избытком сбережений (из национального дохода), который инвестировался в наиболее быстро развивающиеся страны (в основном на новых территориях). Теперь, напротив, наиболее развитые страны мира импортируют сбережения из слаборазвитых стран, используя их для общественного и частного потребления. Нетрудно заметить, что этот процесс в лучшем случае характеризуется глупостью, в худшем — неустойчивостью. По моему мнению, именно в этой системе — иногда называемой Бреттон-Вудс II — лежат корни сегодняшнего финансового кризиса» (*Ferguson N. The Ascent of Money: A Financial History of the World. N.Y.: Penguin Books, 2008*).

и устойчивости мирового роста: теперь развивающиеся рынки стали центрами сбережения, а США и другие развитые страны — преимущественно центрами потребления. Так, сегодня США производят 20% ВВП, а потребляют 40%.

Следующий аспект глобализации — рост капитализации как целевой ориентир развития бизнеса тоже относится к системным противоречиям современности, но его мы уже рассмотрели и определили позиции по нивелированию данного ориентира.

Перейдем к последней группе причин, связанных непосредственно с российской экономикой.

Страна в течение восьми лет жила в условиях двойного профицита: профицита консолидированного бюджета и профицита платежного баланса, что формировало настроения эйфории у политической и экономической элиты и привело к задержке структурных реформ в экономике.

В основе ожидаемого российского экономического чуда, под которое формировались долгосрочные стратегии развития, лежали два фактора, носящие неопределенный и рискованный характер, — это высокие цены на энергоресурсы и наличие дешевых и доступных денег на мировых финансовых рынках. Россия вслед за другими странами строила политику непрерывного экономического роста, в которую входила и задача удвоения ВВП за 10 лет. Специфика экономического роста России, основанная на указанных факторах, обусловила формирование специфических источников кризиса.

К источникам кризиса в России следует отнести:

- начало *глобального* замедления экономического роста и, как следствие, падение цен на нефть и другие товары российского экспорта;
- возникновение дефицита платежного баланса в результате падения цен российского экспорта, что привело к усилению зависимости страны от притока дорогих в современных условиях иностранных инвестиций;
- стремительно нарастающую внешнюю задолженность российских компаний (следует заметить, что динамика внешней задолженности изменилась в 2007 г., до этого периода внешний долг сокращался, его рост в 2007 г. был инициирован корпоративными долгами) и высокую вероятность неспособности корпораций расплатиться по долгам без помощи государства в случае кризиса. Поэтому возник эффект «приватизация прибылей и национализация убытков»;
- чрезмерный отток иностранного капитала и рост его цены на фоне снижения курса рубля. Если в первом полугодии 2008 г. сохранялась тенденция притока иностранного капитала в размере 18 млрд долл., то во втором полугодии отток капитала достиг 147,9 млрд долл.

В 2008 г. осуществился наиболее жесткий сценарий развития кризиса в России: одновременно были исчерпаны два главных источника роста российской экономики — упали цены на основные продукты российского экспорта, а на мировом рынке исчезли дешевые финансовые ресурсы.

Проявление кризиса прежде всего сказалось на макроэкономической ситуации в 2008 г., которая характеризовалась крайней неустойчивостью динамики основных показателей на протяжении года. Так, темпы прироста ВВП замедлились с 8,5% в I квартале до 1,1% в IV квартале. Инерционный рост первой половины 2008 г., поддержанный накопленным потенциалом, благоприятной ситуацией на мировом рынке сырьевых ресурсов, во втором полугодии сменился замедлением темпов экономического развития и был обусловлен резким ухудшением внешнеэкономической конъюнктуры и кризисом финансово-кредитных институтов. В условиях 2009 г. ситуация усложнилась, падение ВВП составило 8% и уже наблюдается процесс нарушения макроэкономического равновесия.

Неустойчивая динамика основных макроэкономических показателей со второй половины 2008 г., а также резкие колебания цен и спроса на мировых рынках сырьевых ресурсов привели к понижению рейтинга России международным агентством *Standard & Poor's* в сентябре с «позитивного» до «стабильного», а в октябре — со «стабильного» до «негативного», оставив без изменения сами рейтинги. В декабре агентство понизило долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги Российской Федерации по обязательствам в иностранной валюте: с «BBB+/A-2» до «BBB/A-3». Кроме того, был понижен долгосрочный суверенный кредитный рейтинг по обязательствам в национальной валюте с «A-» до «BBB+» при подтверждении краткосрочного рейтинга по обязательствам в национальной валюте на уровне «A-2».

Естественно, что США и страны Евросоюза обращают мало внимания на свои рейтинги, но придают большое значение рейтингам других стран. А поскольку Россия является моноэкономическим (сырьевым) государством, то она в значительной степени зависит от указанных рейтингов.

Сегодня большинство аналитиков убеждены, что сценарии развития кризиса в странах с развитой экономикой и развивающихся странах будут различными. При этом в качестве аналогии рассматриваются ситуации, связанные с Великой депрессией и кризисом 1970 г., породившим Великую инфляцию и стагфляцию. Естественно, что эти аналогии весьма условны.

Тем не менее в современной ситуации рассматриваются два сценария развития кризиса. Первый сценарий — *дефляционный*, продик-

тованный опытом Великой депрессии. Второй сценарий — *стагфляционный*, обусловленный опытом кризиса 1970 г.¹

При этом аналитики полагают, что кризис в развитых странах будет развиваться как дефляционный, а в ведущих развивающихся странах — как стагфляционный, что, естественно, предопределяет различные программы выхода из кризиса. Конечно, противопоставление этих двух моделей условно, и нынешний кризис вряд ли будет точно копировать каждую из них.

Тем не менее стагфляционный сценарий развития кризиса в России вполне ожидаем, поскольку зависимость сырьевых экономик от мировой конъюнктуры исключительно высока. Даже при небольшом снижении спроса на внешних рынках вполне ожидаемо существенное падение производства в странах — экспортерах сырья. При сохранении низкой деловой активности в развитых странах и низкого спроса на экспортные товары развивающихся экономик депрессия в сырьевых странах может сопровождаться бегством от национальной валюты. Бюджетная экспансия не сможет компенсировать падение внешнего спроса, что приведет к инфляции, не сопровождаемой ростом производственной активности.

В современных условиях рецепты прогноза развития кризиса и программы его преодоления вероятностны, каждая страна и каждый регион испытывают свои трудности, сопряженные с общими тенденциями, и их преодоление — задача современных политических сил.

1.4.3. КРИЗИС И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ В РОССИИ

Финансовые кризисы всегда означают резкое повышение рисков и неуверенности предпринимателей в будущих инвестиционных проектах, исчезновение доверия между кредиторами и должниками. По этим причинам наивно было бы ожидать серьезной отдачи от финансового рынка в разгар кризиса. Однако анализ того, как работал финансовый рынок накануне и во время финансового кризиса, по нашему мнению, дает основания предполагать, что внутренний финансовый рынок пока не готов в полной мере решать задачи в сферах реструктуризации экономики, ускорения инноваций и социальной поддержки населения. Это связано с рядом причин. Во-первых, при действующей системе регулирования доходность вложений от спекулятивных стратегий на финансовом рынке оказывается выше, чем от вложений в новые производственные мощности. Во-вторых, в силу переориентации многих банков от кре-

¹ **Дефляция** (от лат. *Deflatio* — выдувание, сдувание) — процесс изъятия избыточной денежной массы из обращения.

Стагфляция — сочетание стагнации и инфляции, когда в одно и то же время происходит спад производства, растут цены и безработица.

дитования в пользу инвестиций в корпоративные облигации ими утрачиваются навыки проектного финансирования реальной экономики, а обеспечивающий привлечение на деле краткосрочных инвестиционных ресурсов рынок рублевых облигаций не является источником пополнения реального капитала компаний. Банковская система слаба и не способна осуществлять масштабное кредитование экономики. В-третьих, на российском рынке не развиты традиционные институты инноваций в виде фондов прямых инвестиций и фондов венчурного финансирования. Наконец, в России не работает система долгосрочных сбережений населения. Проблемы низкой эффективности внутреннего финансового рынка усугубляются неблагоприятным для привлечения прямых иностранных инвестиций и долгосрочных портфельных вложений инвестиционным климатом.

С позиции 2010 г. можно говорить о некотором преодолении проблем, обозначенных выше, и свидетельствовать о том, что у России достаточно благоприятные прогнозы по динамике выхода из кризиса. Осенью этого года уже появились признаки роста, и есть основания полагать, что в ближайшие годы позитивные тенденции в развитии страны будут преобладать, экономические показатели в течение нескольких лет достигнут предкризисного уровня. В то же время актуальные задачи, названные выше, должны обеспечить модернизацию и повышение энергоэффективности экономики.

Предпринятый нами некоторый обзор продолжающегося современного кризиса связан со значением финансов в практике, последствиями принимаемых решений в этой сфере и выявлением тенденций развития финансовых инноваций, а также неконтролируемостью этих инноваций.

ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Вы решили приобрести автомобиль. Проанализируйте перспективы его покупки, ответив на следующие вопросы:

- существуют ли какие-либо другие способы удовлетворения ваших потребностей в передвижении, кроме покупки. Укажите аргументы «за» и «против» у этих вариантов;
- определите, какими способами вы профинансируете покупку автомобиля;
- получите информацию у ряда (не менее трех структур) финансовых учреждений, предоставляющих автокредиты, и оцените их условия;
- на основе каких критериев вы примете решение.

2. Вы решили создать собственный бизнес, но отсутствуют деньги. Рассмотрите следующие проблемы:

- каким бизнесом можно заняться, не деляя займов;
- каким бизнесом вы занялись бы, если бы существовала возможность занять любую сумму денег при обычной процентной ставке;
- с угрозой каких рисков вы бы столкнулись, занимаясь выбранным бизнесом;
- откуда можно получить средства для финансирования нового бизнеса.

3. Выберите некоммерческую организацию (государственную корпорацию) и перечислите наиболее важные финансовые решения, которые ей приходится принимать.

4. Какие типы финансовых решений принимают домохозяйства? Приведите пример каждого из них.

5. Какие типы финансовых решений принимают фирмы? Приведите пример каждого из них.

6. Какие типы финансовых решений принимает государство? Приведите примеры позитивных и негативных его решений.

7. Почему менеджерам корпораций следует пользоваться не правилом максимизации прибыли, а правилом максимизации богатства акционеров? И при каких условиях оно эффективно?

8. Каковы основные причины отделения функций управления фирмой от прав собственности на нее? Какие противоречия породило это отделение?

9. Как определить, какая фирма является корпорацией? Используя ГК РФ, определите, в каких организационно-правовых формах функционируют корпорации в РФ.

10. Каким образом наличие эффективно функционирующего фондового рынка способствует отделению прав собственности на фирму от управления ею?

11. Почему идея поглощения фирмы способствует снятию агентского конфликта?

12. Определите общие черты и различия в российской и западной трактовках категории «финансы» и заполните табл. 1.3.

Таблица 1.3

Сравнительная характеристика российского и западного подходов к категории «финансы»

<i>Общие черты</i>	<i>Различия</i>

13. Сделайте выборку нескольких определений категории «финансы» из западных учебников и словарей и определите их общие черты и различия.

14. Как финансовые решения, принимаемые государством, влияют на макроэкономическую стабильность в национальной экономике? Приведите пример.

15. Аргументируйте позицию по необходимости рассмотрения функций финансов как ключевых параметров раскрытия содержания категории.

16. Дайте характеристику существующих в российской школе подходов к функциям финансов по следующей форме (табл. 1.4) (не менее пяти источников с разными позициями).

Таблица 1.4

Существующие в российской школе подходы к функциям финансов

<i>Функции финансов</i>	<i>Источник</i>
	Полностью выходные данные источника с указанием страницы

Изложите и аргументируйте собственную позицию по этой проблеме.

17. Напишите эссе на тему: «Альтернативность содержания финансов в западной и российской школах».

18. Используя периодические издания, подготовьте выступление на тему: «Перспективы развития современных финансов в России».

19. Напишите эссе на тему: «Финансовые кризисы: антология, специфика, потенциальные последствия».

20. Опираясь на набор определений финансов, представленным в табл. 1.1, выделите те из них, которые относятся к распределительной концепции, и те, которые относятся к воспроизводственной, и сформулируйте различия между ними.

21. Проанализируйте антикризисную программу Правительства РФ и ответьте на следующие вопросы:

- какие направления (приоритеты) поддержки российской экономики предлагаются в программе Правительства РФ? Как, с вашей точки зрения, этот комплекс мер будет влиять на развитие кризиса;
- почему Правительство РФ отказалось от мер по поддержке российского фондового рынка, а банковскую систему продолжает поддерживать? Насколько это целесообразно;
- какие меры по выходу из кризиса, с вашей точки зрения, еще необходимы? Расставьте их по приоритетам.

22. Используя текущую информацию, представленную на сайтах *government.ru*; *Kremlin.ru*; *economygov.ru*; *iet.ru*, составьте таблицу, рас-

крывающую ход кризиса в России. Таблицу 1.5 заполните по предлагаемому образцу.

Таблица 1.5

Развитие кризиса в России

<i>Хронология</i>	<i>Направления проявления кризисных явлений</i>	<i>Основные события периода</i>
IV квартал 2008 г.	Обвал российского фондового рынка Кризис банковской системы Изменение ведущих макроиндикаторов российской экономики Социальные последствия (безработица, снижение уровня жизни)	
2009 г.		
2010 г.		

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ ДИКТАНТ

1. Все то, что имеет экономическую ценность, — это... (активы).
2. Разница между стоимостью имущества домохозяйства и суммой его долговых обязательств — это... (богатство домохозяйства или чистая стоимость его имущества).
3. Любой субъект экономической деятельности (экономический субъект, субъект хозяйствования), основная функция которого заключается в производстве экономических благ, т.е. в производстве товаров или услуг, — это... (фирма).
4. Здания, сооружения, оборудование и т.д., используемые в производственном процессе, — это... (физический капитал).
5. Акции, облигации, кредиты, позволяющие фирмам финансировать покупку физического капитала, — это... (финансовый капитал).
6. Разность между активами и обязательствами фирмы — это... (богатство фирм или чистая стоимость их имущества (чистые активы)).
7. Налог, ставка которого растет с ростом доходов, — это... (прогрессивный налог).
8. Разница между активами и обязательствами сектора государственного управления — это... (чистая стоимость активов).
9. Научная дисциплина, изучающая вопросы распределения недостаточных денежных средств во времени и в условиях неопределенности, — это... (финансы).

10. Наука о том, каким образом люди управляют расходом и поступлением дефицитных денежных ресурсов на протяжении определенного периода времени, — это... (финансы).

11. Процесс изъятия избыточной денежной массы из обращения — это... (дефляция).

12. Сочетание стагнации и инфляции, когда в одно и то же время происходит спад производства, растут цены и безработица, — это... (стагфляция).

13. Сумма денежной стоимости потребительских и инвестиционных благ, государственных закупок товаров и услуг, а также чистого экспорта страны в течение года — это... (ВВП).

14. Денежные отношения, возникающие в процессе распределения и перераспределения стоимости общественного продукта и части национального богатства в связи с формированием у субъектов хозяйствования и субъектов власти денежных доходов и накоплений, используемых, как правило, в фондовой форме на финансирование воспроизводственных затрат, материальное стимулирование работающих, удовлетворение социальных и других общественных потребностей, — это... (финансы).

15. Семьи самых разных размеров и уровня достатка — это... (домохозяйства).

16. Интересы менеджеров и акционеров часто не совпадают, что проявляется в системе противоречий, — это... (агентские отношения).

17. Распределение и перераспределение стоимости с помощью финансов обязательно сопровождаются движением денежных средств, принимающих особые формы — доходов и накоплений, составляют в совокупности ... (финансовые ресурсы).

ТЕСТЫ

1. Какая из перечисленных ниже функция финансов решает указанную задачу: обеспечение субъектов хозяйствования и субъектов власти необходимыми им финансовыми ресурсами, используемыми, как правило, в форме денежных фондов целевого назначения?

- а) распределительная;
- б) контрольная;
- в) воспроизводственная;
- г) стимулирующая.

2. Определите особенности современного финансового кризиса:

- а) он имеет глобальный характер;
- б) имеет структурный характер;

- в) имеет глобальный циклически-структурный характер;
- г) инициирован инновациями на финансовых рынках;
- д) носит долговременный характер.

3. Выделите основные свойства финансов, рассматриваемые российской научной школой:

а) финансы — это денежные или экономические отношения;
б) материальным носителем финансов являются финансовые ресурсы;

в) финансы — это распределительные отношения;
г) финансы — это процесс управления денежными средствами всех субъектов рынка.

4. Определите, какие из перечисленных ниже финансовые решения принимают фирмы:

а) решения о потреблении и сбережении денежных средств, т.е. аккумуляция и использование денежных средств;

б) инвестиционные решения (решение проблемы, в какие активы вложить имеющиеся сбережения);

в) решения о финансировании (решение проблемы, когда и каким образом следует воспользоваться заемными средствами для реализации своих потребительских и инвестиционных замыслов);

г) управление оборотным капиталом с целью оптимизации денежных потоков, направленной на то, чтобы операционный дефицит денежных средств постоянно восполнялся, а профицит эффективно инвестировался с максимальной доходностью и минимальным риском. Почему это решение относят к финансовым?

5. Противоречия между принципами и агентами, исследуемые теорией агентских отношений, проявляются в следующем:

а) в создании менеджерских «укреплений»;

б) максимизации различных параметров деятельности (или дохода, или объемов фирмы);

в) стремлении к личному обогащению менеджеров в ущерб акционерам;

г) неприятию риска поглощения.

6. Определите, какие из перечисленных ниже ограничения вводятся западной научной школой на современную целевую функцию фирм:

а) наличие конкурентных рынков товаров и услуг;

б) наличие хорошо развитых и конкурентных рынков капитала;

в) исключение возможности незаконных или неэтичных действий менеджеров, обуславливающих развитие конфликтов между менеджерами и акционерами;

г) ликвидация разделения собственности и контроля.

7. Какая из перечисленных ниже функция финансов решает задачу обеспечения доведения денежных средств до получателя своевременно и в полном объеме?

- а) распределительная;
- б) контрольная;
- в) воспроизводственная;
- г) стимулирующая.

8. Финансовая информация:

а) служит способом реализации распределительной функции финансов;

- б) способом реализации контрольной функции финансов;
- в) способом реализации стимулирующей функции финансов;
- г) не связана с функциями финансов.

9. Определите, какие из перечисленных ниже финансовые инструменты могут эмитировать фирмы:

а) стандартизированные ценные бумаги — обыкновенные и привилегированные акции, облигации, векселя;

б) конвертируемые ценные бумаги;

в) нерыночные финансовые требования к фирме (административные опционы, банковские ссуды для них, договоры аренды, лизинга и обязательства по медицинскому и пенсионному обеспечению).

10. Определите, какие из перечисленных ниже финансовые инструменты может эмитировать государство:

- а) казначейские векселя;
- б) облигации;
- в) акции;
- г) производные ценные бумаги.

11. Государство на финансовых рынках выполняет функции:

- а) гаранта;
- б) кредитора;
- в) заемщика.

12. Фирмы на финансовых рынках выполняют функции:

- а) гаранта;
- б) кредитора;
- в) заемщика.

13. Домохозяйства на финансовых рынках выполняют функции:

- а) гаранта;
- б) кредитора;
- в) заемщика.

14. Основная цель деятельности фирмы — это:

а) максимизация богатства акционеров, т.е. рыночной стоимости их акций (корпорации), или наращивание стоимости бизнеса (другие фирмы);

- б) максимизация прибыли;
- в) избежание банкротства;
- г) обеспечение роста компании.

15. Определите причины, по которым для повышения эффективности управления необходимо отделять права собственности на компанию и управление ею:

а) для эффективности в бизнесе часто необходимо объединение финансовых ресурсов многих участников рынка;

б) инвесторы предпочитают вкладывать активы в разные фирмы в силу значительных рисков;

в) для экономии затрат на сбор информации;

г) для эффективности продажи фирмы.

16. Определите основные проблемы финансов, рассматриваемые западной школой:

а) временная стоимость денег;

б) управление риском;

в) определение стоимости активов;

г) управление неопределенностью.

17. Финансы в трактовке западной школы — это ...

18. Финансы в трактовке российской школы — это ...

19. Финансы в экономике выполняют следующие функции:

а) распределения и перераспределения ВВП;

б) стимулирования роста ВВП;

в) контроля над распределением и перераспределением ВВП;

г) производства ВВП;

д) все перечисленное верно;

е) верно а), б), в);

ж) верно а), в).

20. Основные проблемы управления финансами состоят:

а) в оценке стоимости активов;

б) в учете временной стоимости денег;

в) в управлении риском;

г) все перечисленное верно;

д) верно б) и в).

21. К важнейшим аспектам финансов относится:

а) решение проблем повышения эффективности производства и потребления;

б) изучение закономерностей эволюции финансовой системы;

в) исследование политических и социальных процессов;

г) исследование потребительских интересов населения и государства;

д) все перечисленное верно.

22. Выделите из перечисленных ниже причины, по которым менеджеры корпораций руководствуются в деятельности не правилом максимизации прибыли, а правилом максимизации богатства акционеров:

а) в определенной степени производственный процесс состоит из нескольких временных отрезков, и неясно, на каком из них должна быть максимизирована прибыль;

б) чаще всего будущие доходы и расходы — показатели неопределенные, и значение понятия «максимизации прибыли» также неопределенно, так как прибыль является вероятностной (стохастической) величиной;

в) правило максимизации богатства акционеров четко определяет основную задачу менеджеров в условиях неопределенности доходов и расходов;

г) все перечисленное верно.

23. Главная проблема, возникающая при реализации критерия максимизации богатства акционеров, состоит:

а) в получении информации о том, каково будет наиболее вероятное влияние принятого решения на будущую стоимость фирмы;

б) в получении информации о том, каково будет наиболее вероятностное влияние принятого решения на текущую стоимость акций фирмы;

в) в получении информации о позициях конкурентов по принятому решению;

г) все перечисленное верно;

д) верно а) и в).

МИНИ-ТЕСТЫ

1. В России предполагается дефляционный сценарий развития кризиса.

Да/Нет.

2. Западная школа финансов при их определении основное внимание уделяет системе финансовых отношений между субъектами власти и субъектами хозяйствования.

Да/Нет.

3. Российская школа финансов при их определении основное внимание уделяет институциональной системе, т.е. финансовым институтам и рынкам.

Да/Нет.

4. Основное назначение финансов — исследование эволюции финансовой системы.

Да/Нет.

5. Финансовая система имеет глобальный характер.

Да/Нет.

6. Физический капитал — это реальные активы компании.

Да/Нет.

7. Функции финансов — категория западной школы.

Да/Нет.

8. Финансовые решения, принимаемые государством, направлены на создание макроэкономической стабильности в национальной экономике. Да/Нет.
9. Финансовые решения, принимаемые фирмами, направлены на создание финансовой устойчивости бизнеса. Да/Нет.
10. Финансовые решения, принимаемые домашними хозяйствами, направлены на максимизацию чистой стоимости их имущества. Да/Нет.
11. Агентские отношения присущи любому бизнесу, а не только корпорациям. Да/Нет.
12. Причина возникновения агентских отношений состоит в отделении собственности от управления. Да/Нет.
13. Финансовый кризис проявляется как кризис ликвидности. Да/Нет.
14. Современный кризис характеризуется непредсказуемостью его параметров. Да/Нет.
15. Государство через арсенал принимаемых решений способствует снятию проблемы несправедливости распределения в обществе. Да/Нет.
16. Фирмы, принимая решения, способствуют снятию проблемы несправедливости в обществе. Да/Нет.
17. Деятельность фирм направлена на рост эффективности, а не на решение проблем справедливости распределения. Да/Нет.
18. Теория свободных денежных потоков подразумевает, что менеджеры фирм, располагающие неиспользованными средствами и значительными свободными денежными потоками, весьма вероятно, пойдут на слияние компаний, приносящее небольшую выгоду или даже разрушающее стоимость. Да/Нет.
19. Сегодня сложилась новая форма компенсации отряда менеджеров — фондовая. Да/Нет.
20. Диверсифицированная экспансия — достаточно редкое явление современности. Да/Нет.
21. Диверсификация рыночного риска — одна из форм проявления противоречий между агентами и собственниками. Да/Нет.
22. Финансы создают основу для управления денежными средствами, т.е. для принятия конкретных финансовых решений, в этом их принципиальное назначение. Да/Нет.
23. Фирмы не могут выпускать в обращение разнообразные финансовые инструменты. Да/Нет.

24. Выбор сферы функционирования и развития бизнеса — это решение, принимаемое домашними хозяйствами. Да/Нет.
25. В российской школе существует множественность взглядов на функции финансов. Да/Нет.
26. Страновые рейтинги для России важны, поскольку она — моноэкономическое (сырьевое) государство. Да/Нет.
27. Стагфляционный сценарий развития кризиса в России вполне ожидаем. Да/Нет.
28. Домашние хозяйства можно рассматривать как основных «игроков» в сфере финансов, обладающих избытком денежных средств, поэтому выступающих чистыми кредиторами фирм и государства, т.е. домашние хозяйства вкладывают денежные средства в активы этих субъектов рынка, которые испытывают дефицит денежных средств. Да/Нет.
29. Домохозяйства — это семьи самых разных размеров и уровня достатка. Да/Нет.
30. Домохозяйства на финансовых рынках могут выступать кредиторами, заемщиками, гарантами. Да/Нет.
31. Финансовые решения, принимаемые государством, реализуются в его финансовой политике. Да/Нет.
32. Финансовая теория представлена в западной школе рядом концепций, отражающих систематизированный подход к исследованию вопросов распределения ограниченных или дефицитных денежных ресурсов с учетом фактора времени и риска. Да/Нет.
33. Финансы решают проблему удовлетворения социальных и других общественных потребностей. Да/Нет.
34. ВВП (поток доходов) = $C + I + G + X(n)$. Верно ли это утверждение? Да/Нет.
35. Правило максимизации богатства акционеров как основная цель бизнеса эффективно только при следующих условиях. Во-первых, оно предполагает наличие хорошо развитых и конкурентных рынков капитала. Во-вторых, оно исключает возможность незаконных или неэтичных действий менеджеров. Да/Нет.
36. Принципиальное значение при принятии решений имеет структура капитала фирмы, которая позволяет определить, какую часть от ее выручки получит каждый из владельцев определенных частей капитала. Да/Нет.
37. Финансы — это распределительные отношения или распределение денежных ресурсов во времени. Да/Нет.
38. Финансы — безграничный ресурс экономики. Да/Нет.

39. Измерение стоимости ВВП на основе потока доходов позволяет выявить финансовые ресурсы организаций, государства, домашних хозяйств и констатировать фактическое первичное распределение ВВП.

Да/Нет.

40. Финансы — денежные отношения или управление денежными средствами.

Да/Нет.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

ПОЛЕЗНЫЕ СОВЕТЫ ФИНАНСОВОГО КОНСУЛЬТАНТА

Предположим, что вы владеете портфелем активов на сумму 3,5 млн руб. (квартирой, обычными долговыми обязательствами, машиной, пакетом акций нефтяной компании). В некоторый период вы решили оценить рациональность своих вложений и определить, какие инвестиции вам необходимы для повышения их эффективности. Вы решили обратиться к финансовому консультанту.

В данной ситуации можно ожидать следующих действий финансового консультанта (брокера, страхового агента и т.д.): он пытается убедить вас изменить структуру инвестиций, даже если это вам и не нужно.

Необходимые советы для этой ситуации.

1. Не полагайтесь на хорошие рекомендации при выборе финансового консультанта, опирайтесь на них, если рекомендуемое лицо разбирается в предмете обсуждения и является профессиональным советчиком.

2. Не обращайтесь большого внимания на дипломы и свидетельства. Деятельность финансового консультанта должна быть лицензирована и требует постоянного повышения квалификации, так что свидетельства и дипломы — обязательное приложение к ней. Вместо этого спросите у консультанта, чем он занимался, прежде чем стал представителем этой профессии. Большинство из них приходят в эту сферу из преподавательской, инженерной, бухгалтерской сфер деятельности. Учтя прежнюю специализацию, вы можете с выгодой воспользоваться его профессиональными знаниями.

3. Красные флажки. Держитесь подальше от любых консультантов, старающихся продать вам акции с очень низкой рыночной ценой, различные монеты (юбилейные), предметы искусства. Помните, что любой человек, претендующий на доскональное знание рынков или какой-то «секретной» стратегии, наверное, ограниченный субъект или мошенник.

Источник: переработанная информация из учебного пособия: Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 39–40.

НОБЕЛЕВСКИЕ ЛАУРЕАТЫ,
РАЗВИВАЮЩИЕ ТЕОРИЮ И ПРАКТИКУ ФИНАНСОВ



Милтон Фридмен (*Milton Friedman*; 1912–2006) — американский экономист, лауреат Нобелевской премии 1976 г. «за достижения в области анализа потребления, истории денежного обращения и разработки монетарной теории, а также за практический показ сложности политики экономической стабилизации».

Окончил Чикагский университет; доктор философии Колумбийского университета; профессор в Чикаго и Кембридже (1953–1954).

Президент Американской экономической ассоциации в 1967 г. Награжден медалью Дж. Б. Кларка (1951). Лауреат премии Джона Коммонса (1971). Жена Роза (Роуз) Фридмен (1910–2009) также являлась известным экономистом. В честь ученого с 2002 г. Институтом Катона вручается «Премия Милтона Фридмена за развитие свободы».

Фридмен рекомендует совсем отказаться от последовательной денежно-кредитной политики, все равно приводящей к циклическим колебаниям, и придерживаться тактики постоянного наращивания денежной массы, причем эмпирически американский ученый пришел к выводу, что оптимальный прирост денег в экономике должен равняться 4% в год. В работе «Монетарная история Соединенных Штатов» (1963) Фридмен и Анна Шварц проанализировали роль денег в экономических циклах, в частности, в период Великой депрессии. В дальнейшем они опубликовали в соавторстве монументальные исследования «Монетарная статистика Соединенных Штатов» («*Monetary statistics of the United States*», 1970) и «Монетарные тренды в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве» («*Monetary trends in the United States and the United Kingdom*», 1982).

Тем не менее главным своим достижением в экономической теории сам Фридмен считает теорию потребительской функции, согласно которой люди в своем поведении учитывают не столько текущий доход, сколько долгосрочный.

Фридмен также известен как последовательный сторонник классического либерализма. В своих книгах «Капитализм и свобода» и «Свобода выбирать» он доказывает нежелательность государственного вмешательства в экономику. Несмотря на огромное влияние в американской политике, из 14 пунктов, предложенных им в «Капитализме и свободе», в США реализован только один — отмена обязательного призыва.

- Работы М. Фридмена, изданные на русском языке:
- в сборнике «Теория потребительского поведения и спроса» / Под ред. В.М. Гальперина (СПб.: Экономическая школа, 1993):
Фридмен М., Свидж Л.Дж. Анализ полезности при выборе среди альтернатив, предполагающих риск. С. 208–249;
Фридмен М. Маршаллианская кривая спроса. С. 250–303;
 - в сборнике «Фридмен и Хайек о свободе» (Серия «Философия свободы. Вып. II. — М.: Социум, Три квадрата, 2003):
Фридмен М. Взаимосвязь между экономической и политической свободами. С. 7–26;
Фридмен М. Могучая рука рынка. С. 27–72;
Фридмен М. Свобода, равенство и эгалитаризм. С. 73–106;
Фридмен М. Методология позитивной экономической науки // THESIS. 1994. Вып. 4. С. 20–52;
Фридмен М. Количественная теория денег. — М.: Дело, 1996;
Фридмен М. Если бы деньги заговорили. — М.: Дело, 1998;
Фридмен М. Основы монетаризма. — М.: ТЕИС, 2002;
Фридмен М. Капитализм и свобода. — М.: Новое издательство, 2006 (Библиотека Фонда «Либеральная миссия»). — Эл. вариант книги в формате pdf;
Фридмен М., Фридмен Р. Свобода выбирать: наша позиция. — М.: Новое издательство, 2007 (Библиотека Фонда «Либеральная миссия»). — Эл. вариант книги в формате pdf;
Фридмен М., Шварц А. Монетарная история Соединенных Штатов 1867–1960 гг. — К.: Ваклер, 2007 (Рецензия газеты «Бизнес»);
Фридмен М. Рынок как средство развития общества // Публикации проекта «Свободная Среда».



Франко Модильяни (*Franco Modigliani*; 1918–2003) — американский экономист, удостоенный в 1985 г. Нобелевской премии по экономике. Родился 18 июня 1918 г. в Риме. Окончил Римский университет, продолжил обучение в Сорбонне. Получил степень доктора в Римском университете в 1939 г. В том же году вместе с женой покинул Италию и обосновался в Нью-Йорке, где учился в Новой школе социальных исследований под руководством Дж. Маршака. С 1942 г. преподавал в Женском колледже в Нью-

Джерси, а затем в Бард-колледже при Колумбийском университете. В 1946 г. стал гражданином США. В 1949 г. стал профессором Новой школы, вскоре перешел в Чикагский университет и работал в Фонде Коулза. Работал также в Иллинойском университете, затем в Университете Карнеги — Меллона и Гарвардском университете, в Северо-

Западном университете и Массачусетском технологическом институте. Принимал участие в разработке эконометрической модели экономики США в МТИ по заказу Федеральной резервной системы. В дальнейшем занимался активной научной деятельностью, участвуя в различных частных и государственных проектах.

Работы Модильяни посвящены циклам деловой активности, заработной плате и безработице, построению моделей «жизненного цикла» для объяснения механизма сбережений и потребления, инфляции, динамике финансовых рынков. Один из авторов «теоремы Модильяни — Миллера», основатель школы «рациональных ожиданий». Среди его трудов — «Стоимость капитала, финансирование корпораций и теория инвестиций» («The Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment», 1958, совместно с М. Миллером); «Роль предвидений и планов в экономическом поведении и их использование в экономическом анализе и прогнозах» («Role of anticipations and plans in economic behavior and their use in economic analysis and forecastings», 1961); «Реформа международной платежной системы» («The Reform of the international payments system», 1971, совместно с Г. Аскари); «Рынок капиталов: институты и инструменты» («Capital markets: Institutions and instruments», 1966).

Сочинения:

- «Национальный доход и международная торговля» («National Incomes and International Trade», 1953; в соавторстве с Хансом Нейссером);
- «Реформа международной платежной системы» («The Reform of the International Payments System», 1971; в соавторстве с Г. Аскари);
- «Собрание сочинений» в 3 т. («The Collected Papers», 1980).

В 1990 г. Нобелевская премия по экономике была присуждена ученым **Гарри Марковицу** (Harry Markowitz), **Мертону Миллеру** (Merton Miller) и **Уильяму Шарпу** (William Sharpe) за научный вклад, оказавший значительное влияние на развитие теории и практики финансов. Присуждение этих премий связано с исследовательскими работами этих ученых, посвященных проблемам корпоративных финансов и портфельной теории.

Гарри Марковиц по праву считается отцом современной «портфельной теории», рассматривающей сбалансированность позиций «риск—доходность», т.е. сбалансированность рисков и экономической выгоды при выборе ожидаемых направлений инвестирования. В своей программной статье «Выбор портфеля» («Portfolio Selection»), опубликованной в 1952 г. в *Journal of Finance*, он разработал математическую модель, позволяющую минимизировать риск при заданной ставке доходности. Модель Марковица исследуется в курсах «Финансы» и

«Инвестиции» и широко применяется на практике инвестиционными компаниями и банками при управлении инвестиционным портфелем.



Американский экономист **Гарри Макс Марковиц** родился в 1927 г. в Чикаго в семье владельцев небольшого бакалейного магазина Мориса и Милдред Марковиц. После окончания средней школы он поступил в Чикагский университет, продолжая интересоваться, главным образом, философией. Получив спустя два года степень бакалавра, Марковиц при выборе специализации для продолжения учебы остановился на экономическом факультете, где срок обучения был наиболее коротким. Особый интерес с самого начала вызывала у него «экономика неопределенности»,

в особенности идеи Дж. фон Неймана, О. Morgenштерна, Дж. Маршака относительно функции полезности. Марковиц считал, что ему очень повезло — среди его учителей в Чикагском университете были М. Фридмен, Дж. Маршак и др. Большое влияние на него оказал лекционный курс Т. Купманса, в котором излагался разработанный им так называемый анализ деятельности (*activity analysis*), применяемый для решения задач оптимального распределения ресурсов. Еще будучи студентом университета, Марковиц принимал участие в работе Комиссии Коулза по экономическим исследованиям как раз в то время, когда Т. Купманс разворачивал работу по теории линейного программирования.

Для своей докторской диссертации Марковиц избрал исследование возможности применения математических методов к рынку ценных бумаг. В процессе работы над темой у него сложилась в основном концепция портфельных инвестиций, за которую он впоследствии получит Нобелевскую премию. По его словам, решающим импульсом послужило изучение книги Дж.Б. Уильямса «Теория стоимости инвестиций» («The Theory of Investment Value»), в которой предполагалось, что стоимость акции будет равняться стоимости ее будущих дивидендов, оцениваемых в данный момент времени.

Поскольку это величина неопределенная, то Марковиц интерпретировал утверждение Дж.Б. Уильямса таким образом, что стоимость акции определяется величиной ожидаемых в будущем дивидендов. Отсюда вытекало, что если инвестор заинтересован лишь в ожидаемой стоимости ценных бумаг, то его будет интересовать только ожидаемая стоимость портфельных инвестиций; поэтому, чтобы получить максимальную стоимость портфельных инвестиций, казалось бы, необходимо вкладывать капитал только в один вид ценных бумаг. Однако Марковиц видел, что это утверждение противоречит существующей

практике, когда инвесторы предпочитают разнообразить вложения капитала, поскольку имеют дело с риском в такой же мере, как и с прибылью. Марковицу пришла в голову идея считать мерой риска используемый в математической статистике показатель дисперсии. Тот факт, что дисперсия портфельных инвестиций зависит от ковариации ценных бумаг, делал этот подход достаточно оправданным. Поскольку в выборе задействованы только два критерия — риск и прибыль, Марковиц логично предположил, что инвесторы делают выбор на основе набора комбинаций размеров риска и прибыли, оптимальных по Парето.

После окончания университета в 1952 г. Марковиц поступил на работу в «РЭНД корпорейшн». Пришедший туда вскоре Дж. Данциг помог Марковицу овладеть техникой решения задач оптимизации, которую он применил для более строгого обоснования своей теории выбора портфельных инвестиций. Первой публикацией по данному вопросу была статья Марковица «Выбор портфельных инвестиций» («Portfolio Selection»), напечатанная *The Journal of Finance* в начале 1952 г. В более расширенном варианте он изложил свою теорию в монографии «Выбор портфеля: эффективная диверсификация инвестиций» («Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments», 1959), которая спустя немного времени была общепризнана в экономическом мире. Работу над монографией Марковиц осуществил в течение 1955/56 академического года в рамках Фонда Коулза, переместившегося из Чикаго в Йельский университет. Изложенная в книге теория показывала, как оптимальным образом инвестировать капитал в различные ценные бумаги, которые дифференцируются по степени риска и ожидаемой прибыли, и каким образом этот риск может быть сведен до минимума. Естественно, и ранее экономисты-теоретики и специалисты, занимающиеся помещением капитала в ценные бумаги, понимали необходимость принятия во внимание не только прибыли, но и риска, следуя известному правилу: «не следует класть все яйца в одну корзину».

Главная заслуга Марковица заключалась в разработке точно сформулированной, пригодной для применения теории для выбора портфельных инвестиций в условиях неопределенности, которая послужила основанием для последующих разработок в области экономики финансов. Марковиц, в частности, показал, что при определенных заданных условиях выбор портфельных инвестиций может быть сведен к балансированию двух величин, а именно ожидаемого дохода от портфельных инвестиций и их изменения (дисперсии). Благодаря возможности уменьшить риск путем диверсификации, т.е. помещения капитала в разные ценные бумаги, риск от портфельных инвестиций, измеренный в их дисперсии, будет зависеть не только от индивидуальных различий в прибыли от различных ценных бумаг, но также от

попарных ковариаций всех ценных бумаг в совокупности. Отсюда следовало, что существенным моментом подхода к риску от инвестирования в ценные бумаги является учет риска не каждой акции, взятой изолированно, а измерение доли каждого вида ценных бумаг в риске портфельных инвестиций, взятых в совокупности. Закон больших чисел оказался неприменимым в полной мере для выражения многообразия риска в выборе портфельных инвестиций, поскольку прибыли от разных ценных бумаг на практике уравнивают друг друга. Поэтому в целом риск не может быть полностью исключен безотносительно к тому, сколько типов ценных бумаг представлено в портфеле.

Таким образом, сложная и многомерная проблема выбора портфельных инвестиций с учетом большого количества различных ценных бумаг, каждая из которых имеет свои особенности, была схематично сведена Марковицем к простой проблеме измерения двух величин, известной как среднedisперсионный анализ (*mean-variance analysis*). Работы Марковица по теории портфеля создали возможность для микроанализа финансов как одного из важных разделов современного экономического анализа. Модель Марковица получила широкое признание благодаря математической простоте и практической применимости. Большинство менеджеров, занимающихся инвестициями, сегодня знакомы по крайней мере с элементами нормативной среднedisперсионной теории, которая дает основу для оценки степени риска помещения капитала в ценные бумаги. Целесообразность диверсификации ценных бумаг и оценка риска с позиций теории портфельных инвестиций были вскоре общепризнаны в Соединенных Штатах, и обязательность разнообразия вложения средств была законодательно зафиксирована конгрессом США. Кроме Нобелевской премии за свои работы в области вычислительной техники и математического программирования применительно к экономическим процессам, Марковиц был награжден в 1989 г. премией фон Неймана Американским обществом исследования операций и Институтом проблем управления. Марковиц — член многих научных обществ и организаций, в том числе Комиссии Коулза, Эконометрического общества. Он являлся президентом Американской финансовой ассоциации, возглавлял правление Института проблем управления.

Основные труды:

- Portfolio Selection // The Journal of Finance. 1952. March;
- The Optimization of a Quadratic Function Subject to Linear Constraints // Naval Research Logistics Quarterly. 1956. Vol. 3;
- The Elimination Form of the Inverse and Its Application to Linear Programming // Management Science. 1957;

- Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Yale Univ. Press, 1959;
- Simscript: A Simulation Programming Language. Prentice Hall, 1963 (в соавт.);
- Studies in Process Analysis: Economy-Wide Production Capabilities. Wiley and Sons, 1963;
- Investment for the Long Run. Philadelphia, 1972;
- Portfolio Analysis with Factors and Scenarios. Boston, 1980;
- The Simscript II Programming Language. New York, 1951 (в соавт.);
- Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets. New York, 1987;
- Normative Portfolio Analysis: Past, Present and Future // Journal of Economics and Business. Special Issue on Portfolio Theory. 1990. № 42 (2). May. P. 99–103.

О лауреате:

- *Brealey R.A., Harry M. Markowitzs Contributions to Financial Economics // Scandinavian Journal of Economics.* 1991. Vol. 93. № 1. P. 7–1.

На русском языке:

- Симскрипт. Алгоритмический язык для моделирования / Пер. с англ. под ред. чл.-кор. АН СССР Н. Л. Бусленко. — М., 1966;
- Отраслевые экономико-математические модели. Анализ производственных процессов: Пер. с англ. — М., 1967;
- Маркетинг. 1993. № 4. С. 94–98.

Основной вклад **Мертон Миллера** выражается главным образом в развитии теории корпоративных финансов. Совместно с Ф. Модильяни Миллер исследовал проблемы дивидендной политики компаний и политики их заимствований. Этим проблемам ученые посвятили серию статей, которые начинались работой «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестирования» («The Cost of Capital, Corporation Finance, and Theory of Investment»), опубликованной в *American Economic Review* в 1958 г. Основной вклад этих ученых в теорию и практику финансов состоял в том, что они исследовали проблемы влияния дивидендной и финансовой политики на стоимость компании. Теория Модильяни—Миллера, изложенная в их совместных работах, является основой современной теории корпоративных финансов.



Американский экономист **Мертон Г. Миллер** родился в 1923 г. в Бостоне (шт. Массачусетс), после окончания средней школы в 1940 г. поступил в Гарвард. Спустя три года он получил диплом бакалавра по специальности юриста, однако интересы Миллера лежали не в сфере юриспруденции, а в экономике. Его сокурсником по университету — они вместе прослушали вводный обзорный курс по экономике — был Р. Солоу. В военные годы Миллер работал экономистом — сначала в отделе налоговой

инспекции министерства финансов, а затем в отделе научных исследований и статистики Совета управляющих Федеральной резервной системы США. В 1949 г. Миллер продолжил свое образование в Университете Джонса Гопкинса в Балтиморе (шт. Мэриленд). Получив там в 1952 г. докторскую степень, Миллер в течение 1952/53 академического года преподавал в качестве приглашенного младшего лектора в Лондонской школе экономики. Затем он работал в Высшей школе промышленного управления в Технологическом институте Карнеги (в настоящее время Университет Карнеги—Меллона), которая была одной из первых и наиболее влиятельных американских школ бизнеса, занимавшейся исследовательской деятельностью. Коллегами Миллера по работе в Институте Карнеги были Т. Саймон и Ф. Модильяни.

В 1958 г. в соавторстве с Ф. Модильяни Миллер написал свою первую статью по проблеме финансов корпорации «Стоимость капитала, финансирование корпорации и теория инвестиций» («The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investement»), опубликованную в *American Economic Review* в июле 1958 г. Сотрудничество Миллера с Ф. Модильяни продолжалось до середины 1960-х гг. В 1961 г. Миллер перешел на работу в Высшую школу бизнеса при Чикагском университете, заслуженным профессором которого он продолжает оставаться до настоящего времени. В 1966/67 учебном году Миллер в качестве приглашенного профессора преподавал в Лувенском католическом университете в Бельгии. В начале 1980-х гг. он стал общественным директором Чикагской торговой палаты. Одновременно он является общественным директором Чикагской коммерческой биржи, где до этого был председателем специальной комиссии, созданной для ликвидации последствий биржевого краха в октябре 1987 г.

Научные интересы Миллера на протяжении всей его деятельности фокусировались на проблеме финансов корпорации. В начале 1980-х гг. они сместились в сторону проблем экономического и административного регулирования финансовых расходов, промышленности, и в

особенности ценных бумаг. В то время как Г. Марковиц и У. Шарп занимались в основном проблемами инвестирования финансов, Миллер, первоначально в сотрудничестве с Ф. Модильяни, разработал так называемую теорию финансов корпорации, которая устанавливала связь между структурой основного капитала и политикой дивидендов фирм-производителей, с одной стороны, и рыночной оценкой этих фирм и затратами капитала — с другой.

Предметом теории финансирования корпорации является изучение обоснованности принятия решений частными фирмами относительно инвестиций и по финансовым вопросам. Теория Миллера базируется на предположении, что индивидуальные владельцы акций имеют доступ к тому же самому рынку капиталов, что и фирмы. Это означает, что в пределах своих портфельных активов они могут самостоятельно найти подходящее соотношение между прибылями и риском, что избавляет фирмы от необходимости при принятии решений в финансовой сфере подгонять их под различные предпочтения акционеров. Миллер утверждал, что управляющие корпорациями наилучшим образом обеспечивают интересы акционеров, если они просто стремятся максимизировать чистый доход фирмы, прибегая к максимизации рыночной (курсовой) стоимости ее акций. Фирма не должна уменьшать степень риска путем диверсификации своих акций, если акционеры могут сделать это сами путем собственного выбора портфельных инвестиций.

Одним из теоретических допущений Миллера было предположение, что фирма и акционеры действуют на рационально организованных, совершенных рынках. Теория далее утверждала, что рационально действующий инвестор в своих расчетах при принятии финансовых решений ориентируется только на ожидаемую прибыль компании. При этом не имеет значения размер и структура ее акционерного капитала. Миллер приводил в качестве аналогии утверждение, что «ценность пирога не зависит от того, как он порезан на части». Последняя идея долго не принималась, хотя бизнесмены соглашались с тем, что структура капитала не имеет значения в условиях совершенных рынков капитала. Труднее всего оказалось согласиться с утверждением Миллера, что существующие рынки капитала достаточно близки к совершенству. С трудом пробивала себе путь и идея Миллера, что предельная ставка процента на капитал не падает в том случае, если «дешевый» кредит заменяет «дорогую» долю акционеров в средствах фирмы.

Например, в течение многих лет в американской прессе муссировались сетования на то, что японские компании имеют более низкую процентную ставку на капитал, поскольку их средства в большей степени формируются за счет кредита, в то время как у американских компаний — за счет акционеров. В дальнейшем, правда, появились

жалобы на то, что Уолл-стрит заставляет американские фирмы брать слишком много кредитов. В этих явлениях Миллер видит выражение несовершенства рынка, но не противоречия своей теории. В вышеупомянутой статье «Стоимость капитала, финансирование корпораций и теория инвестиций» Миллер и Ф. Модильяни сформулировали основную, базовую модель теории финансирования корпорации. Статья была вскоре переведена на французский, немецкий и японский языки. Затем последовали еще две совместные статьи — «Политика дивидендов и рыночная оценка» («Dividend Policy and Market Valuation», 1963) и «Некоторые оценки стоимости капитала в электротехнической промышленности» («Some Estimates of the Cost of Capital in the Electric Utility Industry», 1966). В них, используя базовую модель, Миллер и Ф. Модильяни сформулировали две так называемые теоремы инвариантности, известные как теоремы Модильяни—Миллера.

Первая теорема инвариантности устанавливала, что выбор между финансированием фирмы за счет привлечения акционерного капитала или путем банковского кредита не влияет ни на рыночную оценку фирмы (выражаемую в курсе ее акций), ни на величину средних капитальных затрат. Кроме того, она показывала, что ожидаемая прибыль от акций фирмы (и, следовательно, стоимость акционерного капитала) увеличивается в линейной зависимости от пропорции между обязательствами фирмы и отношением между ценными бумагами с фиксированным и нефиксированным доходом в капитале предприятия. Последнее отношение было названо «эффектом выравнивания» («*leverage effect*»).

Вторая теорема инвариантности утверждала, что при тех же допущениях политика дивидендов, проводимая фирмой, не влияет на ее рыночную оценку (т.е. курсовую оценку ее акций на бирже). Данное положение, сформулированное Миллером и Ф. Модильяни, скорее интуитивно, чем на основе строгого расчета, со временем полностью подтвердилось, хотя на практике соотношение зависимых величин в теореме не столь просто, как могло показаться на первый взгляд. Миллер также показал, как различные виды налогов влияют на отношение между структурой акционерного капитала фирмы и ее рыночной ценой, введя в рассмотрение опосредованное влияние налогов через формирование цены равновесия на финансовых рынках.

Основное содержание теорем Модильяни—Миллера можно свести к следующему: если имеет место оптимальная структура акционерного капитала и политика дивидендов, т.е. если структура капитала и политика дивидендов влияют на рыночную цену фирмы, то это результат воздействия налогов и других аналогичных проявлений несовершенств рынка. Теоремы инвариантности давно стали общепризнанной базой сравнения при теоретическом и эмпирическом анализе финансирования корпорации. Миллер лидировал в исследованиях в этой области

в течение последних двух десятилетий. Последующие исследования, развернувшиеся под его руководством с середины 1960-х гг., касались анализа последствий различных отклонений от условий, на которых базировались обе теоремы. Премия памяти Альфреда Нобеля по экономике за 1990 г. была присуждена Миллеру совместно с Г. Марковицем и У. Шарпом «за фундаментальный вклад в теорию финансирования корпораций». Нобелевская лекция лауреата была посвящена изложению «эффекта выравнивания» в рамках теоремы инвариантности.

Основные труды:

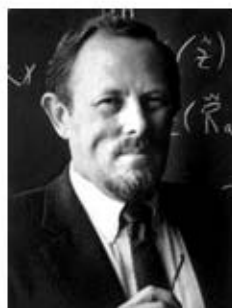
- Built-in Flexibility // *American Economic Review*. 1948, March (совм. с Р.А. Макгрейвом);
- The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // *American Economic Review*. 1958. June. P. 261–297;
- Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // *Journal of Business*. 1961. October;
- Dividend Policy and Market Valuation: A Reply // *Journal of Business*. 1963. January;
- Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // *American Economic Review*. 1963. June. P. 433–443;
- Auditing, Management Games and Accounting Education. Irwin, 1964 (в соавт.);
- Some Estimates of the Cost of Capital in the Electric Utility Industry // *American Economic Review*. 1966. June (все 5 статей совм. с Ф. Модильяни);
- The Theory of Finance. Hinsdale, 1972 (в соавт.);
- Macroeconomics: A Neoclassical Introduction. Homewood, 1974 (совм. с Е.Ф. Фама);
- Debt and Taxes // *Journal of Finance*. 1977. № 32. May. P. 261–275;
- Essays in Applied Price Theory (ред. совм. с Р. Коузом). Chicago, 1980;
- The Modigliani-Miller Propositions after Thirty Years // *Journal of Economic Perspectives*. Fall 1988b. № 2. P. 99–120.

Литература на русском языке:

- Маркетинг. 1993. № 4. С. 99–101.

Уильям Шарп, опираясь на исследования Марковица, определил влияние его модели на цены финансовых активов. В своей работе «Оценка акций. Теория рыночного равновесия в условиях риска» (*Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk* // *Journal of Finance*. 1964), сделав допущение, что цена на финансовые активы будет изменяться в любой период времени, чтобы обеспечить рыночное равновесие спроса и предложения на них, он

продемонстрировал, что ожидаемые показатели доходности рискованных активов должны иметь специфическую структуру. Структура активов, выведенная в теоретических построениях Шарпа, широко используется в теории и практике финансов как основа для регулирования степени риска. Кроме того, Шарпом была сформирована концепция эффективного инвестиционного портфеля и построена его модель, имеющая также значительное применение в практической деятельности. Шарп является одним из авторов самого популярного в мире фундаментального учебника по курсу «Инвестиции», в котором описаны цели и инструменты финансирования, типы ценных бумаг и фондовых рынков, отражена практика их функционирования, рассмотрены методы управления инвестициями.



Американский экономист **Уильям Ф. Шарп** родился в 1934 г. в Бостоне (шт. Массачусетс). Школьное образование Шарп получил в г. Риверсайд (шт. Калифорния). В 1951 г. он записался на медицинский факультет Калифорнийского университета в Беркли, но спустя год убедился в том, что медицина не является его призванием. Он переехал в университетский городок в Лос-Анджелесе, избрав своей будущей специальностью управление бизнесом. В течение первого семестра Шарп изучал бухгалтерский учет и

экономикс — оба курса были обязательными для получения диплома по этой специальности. Находя курс бухгалтерского учета скучным, Шарп сразу же увлекся микроэкономикой, что определило его дальнейшую профессиональную карьеру. Особенно сильное влияние на него оказали профессора университета Дж. Ф. Уэстон, преподававший финансы и привлекший в дальнейшем Шарпа к работе с Г. Марковицем над темой, за которую оба в будущем получают Нобелевскую премию, и А. Алчиан, преподававший экономикс.

В 1955 г. Шарп получил степень бакалавра по специальности «экономикс», а спустя год — магистерскую степень. После непродолжительного пребывания на военной службе Шарп начал работать экономистом в «РЭНД корпорейшн», где в те годы велись разработки в области теории игр, вычислительной техники, линейного и динамического программирования и прикладной экономики. Здесь началась совместная работа Шарпа с Г. Марковицем над проблемой портфельных инвестиций и созданием модели, отражающей взаимосвязи ценных бумаг. Работая в корпорации, Шарп защитил в 1961 г. докторскую диссертацию в Калифорнийском университете в Лос-Анджелесе по «экономике трансфертных цен» (отпускные цены, действующие в расчетах между предприятиями одной фирмы). В дис-

сертации он исследовал ряд аспектов анализа портфельных инвестиций, базирующегося на модели Г. Марковица. Шарп назвал ее моделью с одним коэффициентом, позднее она получила название однофакторной модели. Центральной идеей диссертации являлось положение о том, что доходы от ценных бумаг соотносятся друг с другом только благодаря воздействию одного общего фактора. В заключительной главе «Позитивная теория изменений рынка ценных бумаг» («A Positive Theory of Security Market Behavior») излагалась однофакторная модель, приближенная к сформулированной впоследствии Шарпом ценовой модели акционерного капитала (*Capital Asset Pricing Model — CAPM*).

В 1961 г. Шарп перешел на преподавательскую работу в Школу бизнеса при Вашингтонском университете в Сизтле. В течение восьми лет он преподавал там широкий круг предметов, в том числе микроэкономику, теорию финансов, вычислительную технику, статистику, исследование операций. В процессе преподавания Шарп, по его собственным словам, углублял свои знания соответствующих разделов экономической теории. В 1963 г. в журнале *Management Science* он впервые опубликовал изложение основных идей своей диссертационной работы в статье «Упрощенная модель анализа портфельных инвестиций» («A Simplified Model for Portfolio Analysis»). Одновременно он продолжил разработку ценовой модели, которая была намечена в диссертации.

Как установил Шарп, аналогичные полученным путем анализа однофакторной модели результаты могут быть получены без учета количества факторов, влияющих на доходы от ценных бумаг. Свой новый вывод он обсудил в январе 1962 г. в Чикагском университете, а затем представил в статье «Цены акционерного капитала — теория рыночного равновесия в условиях риска» («Capital Asset Prices — A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk»), опубликованной в 1964 г. В ней были изложены основы получившей широкую известность ценовой модели акционерного капитала, которая являлась шагом в рыночном анализе формирования цен на финансовые активы. Аналогичные попытки дальнейшего развития модели Г. Марковица были предприняты в середине 1960-х гг. Дж. Трейнором, Дж. Линтнером и др.

В основе разработанной Шарпом модели лежало предположение, что индивидуальный владелец акций (инвестор) может предпочесть избежать риска путем комбинации заемного капитала и соответствующим образом подобранного (оптимального) портфеля рискованных ценных бумаг. В соответствии с моделью Шарпа структура оптимального портфеля ценных бумаг, подверженных риску, зависит от оценки инвестором будущих перспектив различных видов ценных бумаг, а не от его собственного отношения к риску. Последний отражается только в выборе сочетания рискованных акций и инвестиро-

вания в безопасные с точки зрения риска ценные бумаги (например, казначейские векселя) либо в предпочтении займов. Для владельца акций, который не располагает специальной информацией по сравнению с другими акционерами, нет оснований держать свою долю в акционерном капитале фирмы в акциях, отличных от тех, которыми владеют другие акционеры.

С помощью так называемого показателя «бета-стоимости» (*«beta-value»*) удельной доли каждого акционера в совокупном акционерном капитале компании Шарп показывает ее предельный вклад в риск всего рыночного портфеля рискованных ценных бумаг. Если бета-коэффициент больше единицы, то такие доли имеют воздействие на риск всего портфеля бумаг выше среднего, а если бета-коэффициент меньше единицы, то эффект влияния на риск всего портфеля акций ниже среднего. Согласно ценовой модели Шарпа на эффективно действующих рынках капитала премия за риск и ожидаемый доход от ценной бумаги будут изменяться в прямой зависимости от величины бета-стоимости. Эти отношения связаны с формированием цены равновесия на эффективных рынках капитала. Модель Шарпа давала возможность определять с помощью бета-коэффициента доход, ожидаемый от ценной бумаги. Она показывала, что риск можно перенести на рынок капитала, где он может быть куплен, продан и оценен.

Таким образом, цены рискованных ценных бумаг скорректированы так, что решения о портфельных инвестициях становятся последовательными (непротиворечивыми). Модель Шарпа рассматривается в качестве основы современной теории цен на финансовых рынках. Она широко использовалась в эмпирическом анализе, в практических исследованиях и стала важным основанием при принятии решений в различных сферах экономической жизни, в первую очередь там, где премия за риск играет важную роль. Это касается расчетов стоимости капитала, связанных с принятием решений об инвестировании, слиянии компаний, а также оценок стоимости капитала как основы ценообразования в сфере регулируемых коммунальных служб и пр. Наряду с моделью портфельных инвестиций Г. Марковица, ценовая модель Шарпа вошла во все учебники по экономике финансов.

В 1968 г. Шарп перешел на работу в университетский городок Калифорнийского университета в Ирвине, чтобы принять участие в создании Школы социальных наук. По разным причинам это начинание не увенчалось успехом, и Шарпа пригласили преподавать в Высшей школе бизнеса при Стэнфордском университете, куда он перешел в 1970 г. Незадолго до этого он издал книгу «Теория портфельных инвестиций и рынки капитала» (*«Portfolio Theory and Capital Markets»*, 1970), в которой изложил основные идеи своей теории финансовых рынков. В 1970-е гг. Шарп сосредоточил усилия на исследовании проблем, связанных с установлением равновесия на

рынках капитала, а также его значения для выбора владельцем акций портфеля инвестиций. Затем с середины 1970-х гг. он обратился к изучению роли инвестиционной политики для фондов, связанных с пенсионным обеспечением. Написанный им в конце 1970-х гг. учебник «Инвестиции» («Investments», 1978; 2-е изд. — 1985; 3-е изд. — 1990) обобщал разнообразный эмпирический и теоретический материал по данной теме. Сокращенный вариант книги под заголовком «Основы теории инвестиций» («Fundamentals of Investments») вышел в свет в 1989 г. При работе над учебником Шарп дополнил свою модель, введя в нее двухчленную процедуру выбора цен, которая давала практический инструмент для оценки выбора при наличии нескольких вариантов. Эта модель широко используется на практике.

Наряду с преподавательской и исследовательской работой, Шарп выполнял функции консультанта по инвестициям в ряде частных фирм, где он стремился внедрить в практику некоторые идеи своей теории финансов. Он участвовал в оценках надежности и риска портфельных инвестиций, выборе оптимального портфеля ценных бумаг, определении возможного притока наличности и пр. Работа в фирмах «Мерилл Линч, Пирс и Смит» и «Уэллс-Фарго» обогатила Шарпа реальными знаниями о практике инвестирования. В 1976–1977 гг. он был привлечен к работе организованной Национальным бюро экономических исследований (НБЭИ) группы по изучению вопросов, связанных с достаточностью банковского капитала для процесса инвестирования. Шарп занимался изучением связи между страхованием депозитов и риском неуплаты. Результаты его работы в комиссии были обобщены в пяти статьях в *Journal of Financial and Quantitative Analysis* в 1978 г.

В конце 1970-х гг. Шарп разработал достаточно простой, но эффективный метод нахождения решений для целого ряда проблем анализа портфельных инвестиций, который получил широкое распространение, несмотря на то, что статья, описывающая механизм решения, — «Алгоритм для улучшения портфельных инвестиций» («An Algorithm for Portfolio Improvement»), — оставалась неопубликованной до 1987 г. В 1980 г. Шарп был избран президентом Американской финансовой ассоциации. В своем докладе при вступлении на этот пост, озаглавленном «Управление децентрализованными инвестициями» («Decentralized Investment Management»), он сделал несколько предложений по анализу широко распространенной среди крупных учреждений-вкладчиков практики разделения фондов между менеджерами, профессионально занимающимися инвестициями.

В 1980-е гг. Шарп продолжал заниматься вопросами политики планирования инвестиций пенсионных, страховых и прочих фондов. Его особенно интересовал процесс генерирования дохода на рынке обыкновенных акций. Результаты эмпирического изучения данного

вопроса были изложены в статье «Некоторые факторы, влияющие на доход ценных бумаг на Нью-Йоркской бирже, 1931–1979 гг.» («Some Factors in New York Stock Exchange Security Returns, 1931–1979»). Результаты своих исследований Шарп стремился реализовать в учебных курсах по подготовке специалистов по размещению финансовых активов. В 1983 г. он помог Стэнфордскому университету в разработке программы недельного семинара по управлению международными инвестициями, предназначенного для профессионалов высокого ранга, занимающихся инвестициями. В течение трех лет Шарп являлся одним из руководителей программы, в последующие годы продолжал вести занятия по этой программе. Он принял участие в создании аналогичной программы трехнедельного обучения для одной из японских школ бизнеса и преподавал в ней в течение пяти лет.

В 1986 г. Шарп временно покинул Стэнфордский университет, чтобы организовать собственную исследовательско-консультационную фирму «Шарп—Рассел-ризерч», целью которой являлась разработка рекомендаций для страховых, пенсионных, благотворительных и прочих фондов и организаций по размещению ценных бумаг. Он был поддержан рядом американских пенсионных фондов, компанией Франка Рассела, а также группой профессионалов. В 1989 г. Шарп окончательно расстался с преподавательской деятельностью, уйдя в отставку, чтобы отдавать все силы и время своей фирме, которая теперь носит название «Уильям Ф. Шарп ассошиэйтс». Он остается заслуженным профессором Стэнфордского университета и продолжает участвовать в его научной жизни. В 1970–80-е гг. Шарп сотрудничал со многими организациями и фондами, занятыми инвестиционной деятельностью. Он является попечителем исследовательского фонда и Совета по образованию и исследованиям Института финансовых аналитиков, членом комитета Института количественных исследований, а также консультантом отдела управления портфельными инвестициями Швейцарского банка. За свои заслуги в исследовании финансовой сферы и вклад в образование в сфере бизнеса Шарп отмечен наградами Американской ассамблеи школ бизнеса (1980) и Федерации аналитиков в области финансов (1989). Премия памяти Альфреда Нобеля по экономике за 1990 г. Шарп получил вместе с Г. Марковицем и М. Миллером «за вклад в теорию формирования цены финансовых активов», воплотившуюся в так называемой ценовой модели акционерного капитала.

Основные труды:

- Portfolio Analysis Based on a Simplified Model of the Relationships among Securities. PhD Dissertation, Univ. of California. Los Angeles, 1961;
- A Simplified Model for Portfolio Analysis//Management Science. 1963. № 9. P. 277–293;

- Capital Asset Prices — A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk // Journal of Finance. 1964. № 9. P. 425–442;
- The Economics of Computers. New York, 1969;
- Portfolio Theory and Capital Markets. New York, 1970;
- Introduction to Managerial Economics. New York, 1973;
- Some Factors in New York Stock Exchange Security Returns, 1931–1979 // Journal of Portfolio Management. 1982. Summer. P. 5–19;
- Investments. Prentice-Hall, 1978;
- Factor Models, CAPMs, and APT // Journal of Portfolio Management. 1984. Fall. P. 21–25;
- Asset Allocation Tools. The Scientific Press, 1985;
- An Algorithm for Portfolio Improvement // Lawrence, K.D. (ред. и др.) Advances in Mathematical Programming and Financial Planning. JAI Press, Inc., 1987. P. 155–170;
- Fundamentals of Investments. Prentice-Hall, 1989 (совм. с А. Гордоном).

Литература на русском языке:

- Маркетинг. 1993. № 4. С. 102–105.

В 1997 г. Нобелевская премия по экономике была вновь присуждена специалистам в области финансов. Ее лауреатами стали Роберт Мертон (*Robert Merton*), Майрон Шоулз (*Myron Scholes*) и посмертно Фишер Блэк (*Fisher Black*). Эти ученые открыли математическую модель для оценки стоимости опционов и других производных ценных бумаг, которая оказала огромное влияние на теорию и практику финансов. Она широко известна специалистам под названием формулы Блэка—Шоулза.



Майрон Сэмюэл Шоулз (*Myron Samuel Scholes*; родился 1 июля 1941 г. в Тимминсе (провинция Онтарио, Канада)) — американский экономист канадского происхождения, лауреат Нобелевской премии 1997 г. «за новый метод определения стоимости производных ценных бумаг». Шоулз является одним из авторов финансовой модели Блэка — Шоулза (модели ценообразования опционов).

Учился в Университете Мак-Мастера (Гамильтон, Канада) и Чикагском университете, в котором получил степень *PhD*. Работал в Массачусетском технологическом институте, Чикагском и Стэнфордском университетах. Почетный профессор имени Фрэнка Э. Бака.

В 2003 г. Шоулз был замешан в скандале вокруг американского хедж-фонда *LTCM* (*Long-Term Capital Management*), в котором являлся

одним из партнеров наряду с другим нобелевским лауреатом Робертом Мертоном. Фонд обвинялся в уклонении от уплаты налогов, а экспертом-консультантом со стороны государства на судебном процессе выступал лауреат Нобелевской премии по экономике 2001 г. Джозеф Стиглиц.

Основные произведения:

- Монография «Налоги и стратегия бизнеса» («Taxes and Business Strategies»; в соавт. с М. Волфсоном, 1991).
- Статья «Финансовая инфраструктура и экономический рост» («Financial Infrastructure and Economic Growth», 1996).



Роберт Кархарт Мерто́н (*Robert Carhart Merton*; родился 31 июля 1944 г. в Нью-Йорке) — американский экономист, лауреат Нобелевской премии по экономике (1997) «за новый метод определения стоимости производных ценных бумаг». Сын известного социолога Роберта Кинга Мертона.

Учился в Колумбийском университете и Калифорнийском технологическом институте. Степень доктора получил в Массачусетском технологическом институте. Профессор школы

бизнеса Гарвардского университета.

Исследования Р. Мертона направлены на дальнейшее развитие теории финансов в сфере рынков капитала и финансовых институтов. Им написано большое количество статей по вопросам выбора активов портфеля ценных бумаг, ценовой модели рынка капитала, ценообразования опционов, рискованных долговых обязательств корпораций, гарантий по займам и другим ценным бумагам. Также Мертон написал ряд работ, посвященных деятельности и регулированию деятельности финансовых учреждений, планированию инвестиций, хеджированию и управлению риском.

Основные труды:

- «Финансы» («Finance», в соавт. с Ц. Боди, 1998);
- «Глобальная финансовая система: функциональная перспектива» («The Global Financial System: A Functional Perspective», в соавт. с шестью авторами, 1995).

Роберт Манделл — лауреат Нобелевской премии по экономике 1999 г., профессор экономики Колумбийского университета (Нью-Йорк). Известен как создатель теории оптимальных валютных зон. Получил заслуженное признание за вклад в развитие мировой эко-



номики, показав, каким образом международные финансовые потоки могут влиять на способность стран управлять экономической путем изменения процентных ставок налоговой и бюджетной политики. Свои мысли об этом Манделл изложил в работе, опубликованной еще в начале 1960-х гг.

Манделл одним из первых высказал идею о резком сокращении налогов как стимуле развития экономики. Его взгляды привлекли внимание политиков-консерваторов в конце 1970-х гг.,

и ученый оказался на переднем крае борьбы в администрации США между теми, кто опасался, что вследствие громадного дефицита бюджета разразится экономический кризис, и теми, кто полагал, что уменьшение налогов послужит лекарством, которое оздоровит экономику. Многие коллеги Манделла и видные политики считают, что его работа явилась фундаментом, на котором базировалось движение за уменьшение налоговых ставок. В 1980 г. Рональд Рейган стал убежденным сторонником взглядов Манделла, что существенным образом отразилось на экономической политике его администрации в годы, когда он был президентом.

Манделл родился в 1932 г. в Кингстоне (провинция Онтарио, Канада). В 1953 г. получил степень бакалавра по экономике в университете провинции Британская Колумбия. В 1956 г. окончил Лондонскую школу экономики, получил степень доктора философии в Массачусетском технологическом институте. В 1956–1957 гг. проходил стажировку по политической экономике в Чикагском университете. Преподавал в Стэнфордском университете. В 1961 г. перешел на работу в Международный валютный фонд. С 1966 по 1971 г. был профессором экономики в Чикагском университете и редактором *Journal of Political Economy*. С 1965 по 1975 г. работал в качестве приглашенного профессора в Центре международных исследований в Женеве, в 1997–1998 гг. — в Болонском центре Джонса Хопкинса при Школе развития международных исследований Пола Х. Нице.

Манделл — автор более 100 статей, опубликованных в научных журналах, и восемь монографий.

Основные труды:

- «Долг, дефицит и эффективность экономики» («Debt, Deficits and Economic Performance», 1991);
- «Построение новой Европы» («Building the New Europe», 1992);
- «Китай: инфляция и подъем» («Inflation and Growth in China», 1996).

Удостоен многих наград, самая последняя — премия Американской экономической ассоциации за выдающиеся достижения 1997 г. В 1998 г. был избран членом Американской академии искусств и наук.

Раздел 2

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА: СОДЕРЖАНИЕ, СТРУКТУРА, ФУНКЦИИ

2.1. ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА: МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ

Трактовка концептуальных основ финансовой системы в западной и российской теориях столь же противоречива, как и содержание категории «финансы». Причинами этого являются методологические воззрения этих школ и их подходы к содержанию финансов. Вместе с тем эти расхождения можно объяснить и позициями по структуре финансовой системы, объясняемыми национальными особенностями ее становления и развития. Это закономерно, поскольку каждая страна создает собственную структуру финансовой системы (структура финансовой системы Евросоюза значительно отличается от американской и российской).

Однако общий содержательный контекст финансовой системы в западной трактовке мало отличается от страны к стране, поскольку включает совокупность финансовых рынков и обслуживающих их институтов, созданных с целью эффективного функционирования субъектов хозяйствования, государства и домохозяйств.

В современных условиях необходимо в некоторой степени корректировать структуризацию финансовой системы, поскольку существующая в российской науке парадигма ее структуры в значительной степени отстает от практического состояния системы и затрудняет интерпретацию природы финансовых кризисов и проблем развития финансовой системы.

Следует учитывать, что Россия входит в мировую финансовую систему как государство рыночного типа, и подход к содержанию финансовой системы и ее архитектуре необходимо в какой-то мере выстраивать с учетом развития европейской и американской моделей и достижений фундаментальной экономической науки. Это касается позиций, определяющих общие подходы к финансовой системе и ее архитектуре, а также роли финансовой системы в национальной и глобальной экономике.

Принципиальные различия в концепциях финансовой системы между российской и западной школами, как мы выяснили, состоят в противоречивости трактовки содержательного потенциала финансов. Именно концептуальные основы содержательного потенциала финансов необходимы для понимания принципов функционирования финансовой системы, ее содержания и направлений развития.

В российской школе при характеристике финансовой системы и описании ее звеньев особое внимание уделяется критерию отбора структурных звеньев системы, который базируется на сущности финансов. Финансы — это система денежных (экономических) отношений, поэтому главным таким критерием является субъект—носитель данных отношений, переносимый как базовый на структуру финансовой системы.

В западной теории и практике финансовая система рассматривается как надстройка над системой финансов субъектов рынка, созданная для удовлетворения их потребностей. Субъекты-носители в западной интерпретации выступают как цель функционирования финансовой системы и не определяют собственно структуру финансовой системы.

Альтернативность концепций финансовой системы в российской и западной теориях имеет глубокие корни, связанные и с различиями в трактовке экономической системы в целом.

В российской школе экономическая система рассматривается как совокупность экономических отношений, а в западной — как взаимодействие рыночного механизма и государственного регулирования. Термин «рыночная экономика» исходит из посыла, что основу системы составляют рынки, цель которых — создать условия для развития субъектов хозяйствования, домохозяйств и государства. Поскольку рынки не решают всех проблем, то необходимо государственное регулирование в качестве системы ликвидации недостатков рынков.

Таким образом, в концепции западной школы финансовая система (т.е. рынки и финансовые институты) решает проблемы распределения денежных средств между субъектами рынка и определяет способы организации финансов, наличие, порядок образования и использования финансовых ресурсов и фондов. В российской школе субъект-носитель и его роль в общественном производстве определяет способы организации финансов, наличие, порядок образования и использования финансовых ресурсов и фондов, а следовательно, и структуру финансовой системы.

2.2. ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА: СОДЕРЖАНИЕ, СТРУКТУРИЗАЦИЯ В РОССИЙСКОЙ ШКОЛЕ

По мнению представителей российской школы, многообразие финансовых отношений, порожденное различными потребностями субъектов хозяйствования, субъектов власти и домохозяйств, составляет экономическое содержание финансов как науки. Эти отношения разительно отличаются друг от друга, но имеют и общие признаки,

позволяющие объединять их в отдельные обособленные и достаточно самостоятельные звенья. «Группировку финансовых отношений можно осуществлять по-разному, но научно обоснованной признается та, которая строится в соответствии с определенными объективными критериями... Именно роль субъектов в общественном производстве, предопределяя соответствующую организацию их финансов, выступает в качестве первого объективного критерия классификации финансовых отношений»¹. Поэтому В.М. Родионова выделяет в системе финансовых отношений две сферы, определяющие структуру финансовой системы Российской Федерации, — «финансы экономических субъектов и финансы субъектов власти»². Внутри каждой сферы автором выделяются звенья, причем группировка финансовых отношений в этом структурном образовании осуществляется в зависимости от характера деятельности субъекта, который выступает как второй критерий классификации финансовых отношений, определяющий структуру финансовой системы. Третьим критерием являются правовые формы организации деятельности соответствующих субъектов. Названные критерии позволяют в структуре финансовой системы выделять отдельные сферы (первый критерий), звенья (второй) и подзвенья (третий критерий).

Таким образом, финансовая система, по мнению В.М. Родионовой, имеет следующий вид³ (рис. 2.1).

Большинство представителей российской школы финансов придерживаются данной позиции, лишь некоторым образом модифицируя ее.

Так, О.А. Полякова, развивая идеи школы В.М. Родионовой, следующим образом определяет финансовую систему: «Финансовая система — это совокупность взаимосвязанных между собой сфер и звеньев финансовых отношений, которая имеет следующий вид» (рис. 2.2).

Она придерживается расширительной трактовки взаимосвязи между звеньями финансовой системы и переносит эмерджентные свойства системы как таковой на финансовую.

Дискуссия в российской школе ведется на уровне сфер, звеньев и подзвеньев финансовой системы. Прежде всего в финансовой системе страны выделяется несколько сфер. При этом в разных источниках количество выделяемых сфер варьируется от двух до четырех.

¹ Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Экономическая литература, 2002. С. 88.

² Там же.

³ См.: Там же. С. 88.

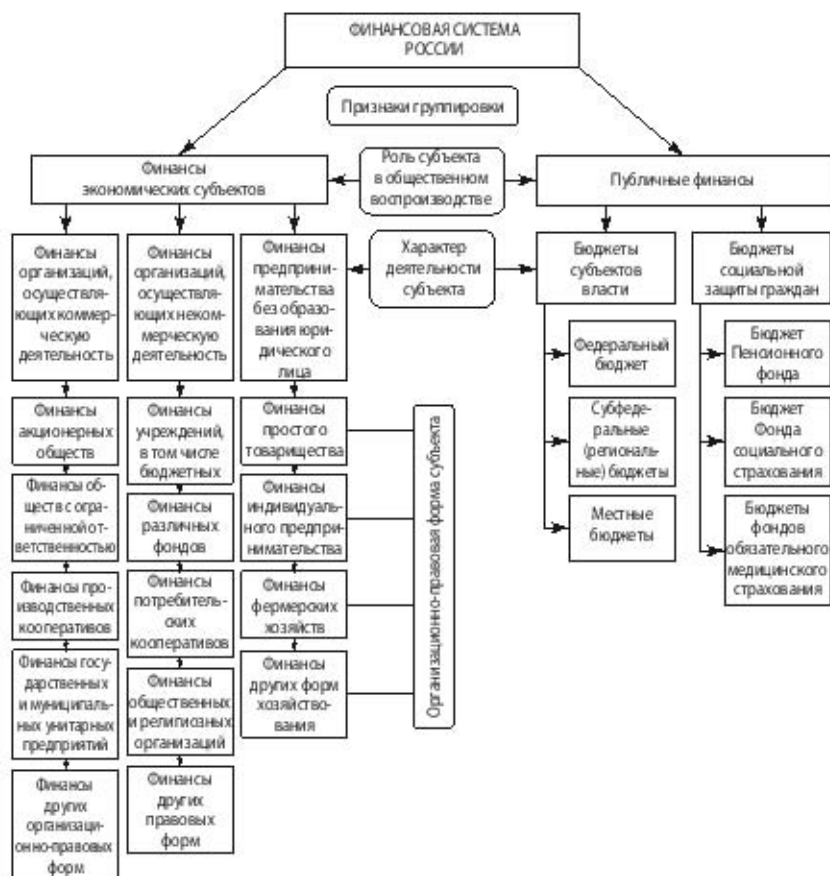


Рис. 2.1. Сферы и звенья финансовой системы России



Рис. 2.2. Сферы и звенья финансовой системы

Источник: Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. — М.: Финансы и статистика, 2007. С. 36.

Так, ряд авторов, например В.В. Бочаров¹, А.Г. Грязнова², А.М. Ковалева³, М.В. Романовский⁴ и др., выделяют в рамках финансовой системы две взаимосвязанные сферы: *государственные финансы* (общегосударственные, или государственные и муниципальные финансы) и *финансы хозяйствующих субъектов* (финансы организаций).

Следует отметить, что, как правило, в сферу государственных финансов для стран с федеративным устройством включаются федеральные финансы, региональные финансы (или финансы субъектов федерации) и местные (муниципальные) финансы. Однако существуют точки зрения, в соответствии с которыми наряду с государственными финансами в самостоятельную подсистему выделяется блок территориальных финансов (например, в работах И.Т. Балабанова⁵) либо блок муниципальных финансов (как в работе под редакцией А.Г. Грязновой⁶), именно этот подход к финансовой системе наличествует в Российской Федерации. Это вполне правомерно, поскольку в соответствии с конституционным устройством муниципальный сектор не входит в сектор государственных финансов, так как является самостоятельным звеном.

В отечественной экономической литературе также представлены подходы, характеризующиеся более сильной структуризацией финансовой системы. Так, некоторые авторы (И.А. Бланк⁷, В.В. Ковалев⁸, А.М. Ковалева⁹ и др.) расширяют состав сфер, включая в него, помимо государственных финансов и финансов хозяйствующих субъектов, сферу финансов домашних хозяйств. Некоторые авторы, например В.В. Ковалев и др., в самостоятельную, четвертую сферу выделяют сектор «Заграница».

¹ См.: *Бочаров В.В.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2001.

² См.: *Финансово-кредитный энциклопедический словарь* / Под общ. ред. засл. деятеля науки РФ, д-ра экон. наук, проф. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

³ См.: *Финансы: Учеб. пособие* / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.: Финансы и статистика, 1999.

⁴ См.: *Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник* / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. О.В. Врублевской. — М.: Юрайт-М, 2001.

⁵ См.: *Балабанов И.Т.* Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 2000; *Балабанов И.Т.* Финансы граждан. — М.: Финансы и статистика, 1995.

⁶ См.: *Финансово-кредитный энциклопедический словарь* / Под общ. ред. засл. деятеля науки РФ, д-ра экон. наук, проф. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

⁷ См.: *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента: В 2 т. — Киев: Ника-Центр, 1999.

⁸ См.: *Ковалев В.В., Ковалев Вит.В.* Финансы предприятий. — М.: ВИТРЭМ, 2002.

⁹ См.: *Ковалева А.М., Лануста М.Г., Скамай Л.Г.* Финансы фирмы: Учебник. — М.: ИНФРА-М, 2000.

Ряд отечественных ученых (В.М. Родионова¹, М.В. Романовский² и др.) подчеркивают наличие двух подходов к понятию «финансовая система», а именно субъектный и институциональный. Для отражения этих разных подходов предлагается использовать и разные термины. Так, М.В. Романовский считает, что субъектному подходу соответствует понятие «система финансов» (а не термин «**финансовая система**», используемый большинством отечественных специалистов), которое является развитием более общего понятия «финансы» и означает совокупность различных сфер финансовых отношений, в процессе которых образуются и используются различные денежные фонды³.

Уместно отметить, что некоторые авторы (например, М.В. Романовский, В.В. Ковалев и др.) соединяют западный и российский подходы к финансовой системе, включая в нее сферы финансовых отношений, финансовые институты и рынки (рис. 2.3).

В некоторой степени близок к западной трактовке и структуре финансовой системы институциональный подход, который трактует **финансовую систему** как «систему государственных и негосударственных финансовых институтов»⁴ или «совокупность финансовых рынков, финансовых посредников, организаций (учреждений) и финансовых инструментов», обеспечивающих «перераспределение (переток) ограниченных финансовых ресурсов от экономических субъектов, имеющих избыток этих ресурсов в определенный период времени, к экономическим субъектам, испытывающим недостаток в них»⁵.

Данное определение вбирает подходы современной западной школы к проблемам структуризации финансовой системы и отражает ее современное видение и развитие.

Несомненно, эти подходы с выделением реальных элементов финансовой системы, наличествующих в российской практике, в большей степени отражают процессы динамичного развития финансовой системы в РФ и эволюционный процесс развития мировой финансовой системы. Данный подход призван нивелировать различия в трактовке содержания и структуры финансовой системы и обеспечить ликвидацию различий в дефинициях. Еще Конфуций говорил: «Если понятия не соответствуют действительности, не соответствуют

¹ См.: Финансы / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Финансы и статистика, 1995.

² См.: Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. О.В. Врублевской. — М.: Юрайт-М, 2001; Финансы и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. Г.Н. Белоглазовой. — М.: Юрайт-Издат, 2003.

³ См.: Финансы и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. Г.Н. Белоглазовой. — М.: Юрайт-Издат, 2003. С. 36.

⁴ Там же.

⁵ Там же. С. 40.

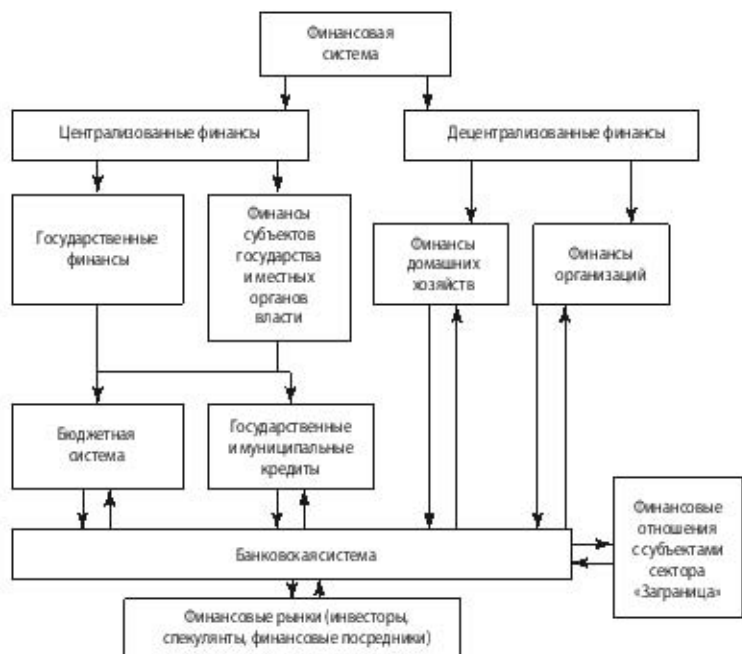


Рис. 2.3. Структура финансовой системы страны

Источник: Ковалев В.В., Ковалев Вит.В. Финансы предприятий. — М.: ВИТРЭМ, 2002. С. 7.

действительности слова, и если слова не соответствуют действительности, мы не понимаем друг друга».

К так называемому институциональному подходу относится и позиция, изложенная в финансово-кредитном энциклопедическом словаре: «**Финансовая система** — совокупность взаимосвязанных и взаимодействующих частей, непосредственно участвующих в финансовой деятельности. Состоит из финансовых институтов (организации, учреждения, осуществляющие и регулирующие финансовую деятельность: Министерство финансов, казначейство, ЦБ, налоговая инспекция, налоговая полиция, фондовые и валютные биржи, финансово-кредитные учреждения) и финансовых инструментов, создающих необходимые условия протекания финансовых процессов. Финансовая система оперирует разными денежными средствами, включающими все виды денежных агрегатов»¹. В данном подходе достаточно подробно рассмотрены существовавшие на тот период финансовые

¹ Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. засл. деятеля науки РФ, д-ра экон. наук, проф. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002. С. 1021.

институты государства, но утрачено осмысление финансовых рынков и их роли в финансовой системе.

С одной стороны, этот подход является продвижением вперед российской науки по исследованию финансовой системы по сравнению с западной школой, поскольку собственно в финансовой системе представлены организации, не только регулирующие финансовую деятельность, но и организующие ее государственный сектор, и совокупность всех существующих на данный момент институциональных финансовых структур негосударственного профиля. Следует отметить, что в западной теории организации, регулирующие финансовую деятельность, представлены в разделе научных исследований отдельным звеном, который определяется как финансовая инфраструктура и регулирование финансовой системы. С другой стороны, термин «финансовые рынки» как ведущий компонент финансовой системы исчез из ее спектра, что не отражает принципов функционирования рыночной экономики, и это является значительным недостатком данного определения.

2.3. ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА: СОДЕРЖАНИЕ, СТРУКТУРИЗАЦИЯ В ЗАПАДНОЙ ШКОЛЕ

Фундаментальная особенность западной школы при создании концепции финансовой системы состоит в том, что собственно финансовая система рассматривается с позиций непосредственного принятия решений (распределения и перераспределения финансовых ресурсов) и связана в основном с движением финансовых потоков между субъектами рынка. При этом финансовые решения вырабатываются с учетом общего состояния финансовой системы, которая одновременно может способствовать и затруднять действия ее участников (фирмы, государство, домашние хозяйства).

Таким образом, именно финансовая система обладает рядом ведущих функций, которые позволяют реализовать потенциал финансов как способа распределения денежных средств между субъектами рынка, и представляет собой встроенный механизм их финансирования, т.е. финансового обеспечения их деятельности. Западная школа рассматривает финансовую систему вне приоритетности субъектного подхода, в ее концепции система существует для того, чтобы реализовать интересы субъектов рынка и обеспечить движение денежных потоков между ними. Взаимосвязь между субъектами рынка и финансовой системой демонстрирует широко представленная в западных учебниках схема движения финансовых потоков, способствующая реализации распределительной функции финансовой системы

(рис. 2.4). Субъекты рынка в этой схеме агрегированы (субъекты с дефицитом и субъекты с профицитом денежных средств), с одной стороны, а с другой — динамичны, поскольку предусматривается свободное перемещение субъектов из одной группы в другую. Это способствует реальному отражению рыночной ситуации, поскольку субъекты с профицитом могут в определенный период трансформироваться в субъекты с дефицитом денежных средств, и наоборот.

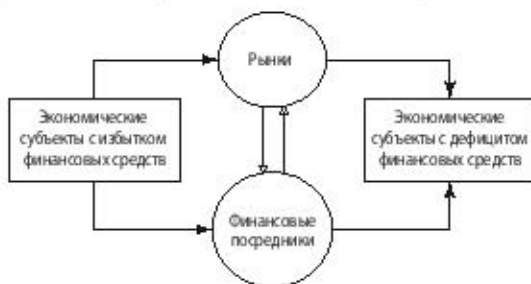


Рис. 2.4. Движение финансовых потоков в рамках финансовой системы

Источник: Боди З., Мертон Р. Финансы: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2004. С. 63.

Тем не менее чаще всего субъекты с профицитом — домашние хозяйства, а субъекты с дефицитом — фирмы и государство, что закономерно для обеспечения ликвидности национальной экономики. В этих условиях повышается значение функционала финансовой системы, способствующего трансформации сбережений в инвестиции.

Эта схема позволяет концентрировать внимание на структурных элементах финансовой системы и их целевой установке одновременно (удовлетворение потребностей субъектов рынка). При этом, как отмечено выше, все субъекты рынка логически объединены в две группы, которые и обслуживает финансовая система через собственный функциональный аппарат, что обуславливает необходимость исследования функций финансовой системы.

Таким образом, данная схема иллюстрирует правомочность определения термина «финансы» как процесса распределения денежных средств во времени и в условиях риска. Элементами риска являются рыночные составляющие финансовой системы — собственно финансовые рынки и финансовые посредники (институты), действующие и инновационные финансовые инструменты¹.

¹ Финансовые потоки в пределах одного домохозяйства или между экономическими подразделениями одной и той же фирмы, как правило, не считаются частью потоков финансовой системы.

Следует отметить, что в западной теории особое место отводится исследованию собственно финансовой системы, а не категории «финансы». При этом «**финансовая система** (*financial system*) — это совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками. Эта система включает в себя рынки акций, облигаций и других финансовых инструментов, финансовых посредников (таких как банки и страховые компании), фирмы, предлагающие финансовые услуги (например, финансово-консультационные компании), и органы, регулирующие деятельность всех этих учреждений. Одним из важнейших вопросов финансов является изучение закономерностей эволюции финансовой системы»¹. Далее в этой работе представлена более обобщенная характеристика финансовой системы: «Финансовая система включает в себя рынки, посредников, фирмы, предоставляющие финансовые услуги, и другие институты, с помощью которых домашние хозяйства, частные компании и правительственные организации реализуют принимаемые ими финансовые решения»².

Согласно другой концепции «**финансовая система** состоит из целого ряда учреждений и рынков, предоставляющих свои услуги фирмам, гражданам, а также правительствам»³. При этом все субъекты рынка действуют в рамках финансовой системы. В принципе разночтений при характеристике структуры финансовой системы в западной практике не наблюдается. Обобщенная ее структура состоит из финансовых рынков и финансовых посредников (финансовых институтов), призванных реализовывать финансовые решения субъектов рынка с помощью многообразия финансовых инструментов.

Финансовая система обладает чрезвычайно важным свойством, она воспроизводит и продуцирует финансовые инструменты, позволяющие реализовать ее функциональный потенциал. Виды этих инструментов чрезвычайно многообразны: прежде всего это ценные бумаги всех типов и видов — от залоговой квитанции до акций компаний и золотой акции. Термин «ценная бумага» (*security*) «означает законодательно признанное свидетельство права на получение ожидаемых в будущем доходов при конкретных условиях»⁴.

¹ Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 38.

² Там же. С. 62.

³ Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. // Гл. ред. Я. В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 1996. С. 34.

⁴ Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2004. С. 3. В российском законодательстве **эмиссионная ценная бумага** — это любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» формы и порядка;

Поскольку финансовая система ориентирована на удовлетворение потребностей субъектов рынка, ее взаимодействие с последними обуславливает существование системы финансов субъектов рынка, которые, в свою очередь, имеют собственный арсенал институтов организации финансов и инструментов реализации собственной финансовой политики.

Современный экономический кризис раскрыл основательную роль финансовой системы в период глобализации экономики. Она состоит в способности только этой системы стимулировать глобальное экономическое развитие, так как финансовая система является механизмом финансового обеспечения этого развития.

В эпоху глобализации при превращении финансовой системы в международную в центре внимания должны стоять вопросы регулирования глобальных финансовых рынков, а не производственной деятельности фирм. Этот постулат развития современной финансовой системы является основой локализации кризисов. При этом система регулирования должна быть соотнесена с принципиально новым явлением XXI в. — финансиализацией (*financialization* — этот термин использован в докладе ЮНКТАД, в котором содержится специальная глава «*The Financialization of Commodity Markets*»), ведущей к стиранию непреодолимых раньше барьеров между товарным и фондовым рынками, между торговлей товарами и ценными бумагами. Спрос на капитал уже не производится от цен на ресурсы рынков экономических благ, производимых за счет этого капитала. Эти рынки все больше сливаются, поскольку и те и другие торгуемые продукты могут в условиях современного информационного общества использоваться для решения чисто финансовых задач — прежде всего для хеджирования рисков. Особенно интересен в этом отношении феномен нефтяного рынка, на котором цена на нефть все больше отрывается от своей производственной основы — соотношения спроса и предложения на нефть как на топливо и становится инструментом размещения свободных финансовых ресурсов. Анализ процессов финансиализации позволяет сделать вывод: возникновение пузырей в такой ситуации неизбежно, поскольку участники рынка (спекулянты) «могут существенно влиять на цены и создавать спекулятивные пузыри, нанося огромный ущерб нормальной торговой деятельности и рыночной эффективности»¹.

-
- размещается выпусками;
 - имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги (Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Ст. 1).

¹ Российская экономика в 2009 году. Тенденции и перспективы (Выпуск 31) — www.iet.ru

Следовательно, неизбежно и существенное повышение роли государственного регулирования финансовых рынков, но при этом пока остается открытым вопрос о его принципах и инструментах. Разработка их относится к мировому финансовому сообществу.

Представленный содержательный потенциал и значение финансовой системы в эпоху глобализации требуют исследования, прежде всего, укрупненных звеньев финансовой системы — финансовых рынков, финансовых институтов и финансовых инструментов, продуцируемых субъектами власти, субъектами хозяйствования и финансовыми институтами.

Следует отметить, что при их рассмотрении необходимо учитывать национальную специфику развития финансовой системы, от которой зависит состав и состояние рынков, организаций, их обслуживающих, регулирующих организаций, а также финансовых инструментов, особенно высокотехнологичных, в значительной степени обусловленных глобальным характером современной финансовой системы.

2.4. ФУНКЦИОНАЛЬНЫЙ ПОДХОД К ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

Представленный в предыдущих параграфах материал связан с содержательным потенциалом и структуризацией финансовой системы. При этом мы выяснили, что структура финансовой системы меняется от страны к стране, но существуют устойчивые элементы, которые свойственны финансовой системе любой страны, — это ее функции, трансформируемые во времени.

Западная экономическая школа стоит на позициях того, что функции финансовой системы определяют ее роль в национальной и глобальной экономике и именно система как абсолютно динамичный, практический институт обладает реальными функциями.

Таким образом, мы выяснили, что финансовые институты всех стран отличаются друг от друга, при этом следует отметить, что существует множество причин, почему это происходит. Достаточно обратить внимание на различия финансовых систем в американской и европейской моделях. Кроме того, с течением времени они имеют свойство трансформироваться, а следовательно, будут меняться и их функции; наиболее зримо это проявляется в период кризисов. Поэтому необходима всеобъемлющая концептуальная позиция, которая позволяет понять, почему меняются финансовые институты и почему они разные в разных странах. Ответ на эти вопросы дает функциональный подход к финансовой системе, который основан на двух исходных предпосылках:

- функции финансовой системы имеют более стабильный характер, чем ее институты, а следовательно, они менее отличаются от страны к стране;
- форма финансовых институтов логически вытекает из их функций. Приступим к исследованию и характеристике ведущих функций финансовой системы. Следует отметить, что их выделение характерно для западной школы финансов¹.

Первая функция: перемещение ресурсов во времени и в пространстве — распределение финансовых ресурсов

Финансовая система обеспечивает способы перемещения экономических ресурсов во времени и в пространстве.

Пространственное перемещение предусматривает их перемещение из одного региона в другой, из одной страны в другую, из одной отрасли экономики в другую и т.д., что обеспечивает широкую палитру выбора способов вложений для всех участников инвестирования денежных средств и других финансовых активов. Для оптимизации этого перемещения финансовая система формирует соответствующие инструменты и способы.

Временное перемещение предусматривает движение финансовых потоков от одного лица к другому (физическому, юридическому) таким образом, чтобы в будущем получить взамен иные средства (увеличенные). Межвременное перемещение средств — главная функция финансовой системы. Весь бизнес основан на данном виде перемещения. К примеру, ни одно новое предприятие не может быть создано без привлечения средств, существующих в рамках финансовой системы. При межвременном перемещении субъект с дефицитом ресурсов занимает ресурсы CF и отдает CF' , субъект с избытком ресурсов предоставляет CF и получает прирост ресурсов, связанный с временной стоимостью денег. $CF' = CF + \Delta CF$. Возможность этой сделки обеспечивает финансовая система, используя инструментарий временной стоимости денег, обладающий двумя видами стоимости (будущая и приведенная стоимость денег):

$$FV = CF \cdot (1 + r)^n \quad \text{и} \quad PV = CF \cdot (1 + r)^{-n},$$

где FV — будущая стоимость денег; PV — приведенная стоимость денег; r — процентная ставка; n — период вложений.

По мере развития технического прогресса и инноваций в экономике финансовая система формирует все новые способы перемещения экономических ресурсов во времени и в пространстве. Существующая сложнейшая сеть финансовых рынков и посредников предоставляет возможности путем накопительной части пенсии российского граж-

¹ Раздел составлен на основе материалов учебного пособия: Боди З., Мертон Р. Указ. соч.

данина финансировать, предположим, строительство больницы в Японии или США.

При этом следует помнить, что финансовые ресурсы — самый подвижный вид ресурсов. Предоставление финансовой системой способов перемещения денег порождает феномен «деньги следуют за доходом» и создает возможность для развития арбитражных операций всех видов.

Действие этой функции позволяет констатировать, что финансовые институты и рынки обеспечивают:

- снижение транзакционных издержек, стремительно возрастающих при прямом поиске контрагентов;
- создание стимулов для расширения и развития бизнеса;
- повышение эффективности использования ресурсов — плата за транзакцию перемещения в пространстве меньше, чем поиск ресурсов на данной территории;
- создание и перманентное развитие единого финансового пространства.

Вторая функция: управление риском

Финансовая система создает возможность для управления риском, этот ее функционал возникает в результате того, что риск сопутствует временному и пространственному перемещению денег. Предположим, что вы вложили собственные деньги в акции российского предприятия; вероятность потери налицо, так как акции могут упасть в цене, что приведет к потере капитала. Для безопасности системы вложений финансовая система создает спектр финансовых посредников, которые позволят снизить риск ваших вложений, в первую очередь к ним относятся страховые компании всех видов. Другой пример: чтобы снизить риск бедственного положения в старости, существует масса пенсионных фондов (финансовый посредник), которые способны совместно с вами делить этот риск.

Финансовая система может возложить риск на заемщика, может предоставить право заемщику и кредитору разделить риски, может возложить риск на кредитора. В каждом из этих случаев процентная ставка как плата за ресурсы и риск будет различной.

Следует также отметить, что многие финансовые контракты в мире финансового бизнеса предусматривают перенос риска без перемещения денежных ресурсов. Это, например, относится к подавляющему большинству страховых контрактов и гарантий, а также производным финансовым инструментам.

Выполнение этой функции финансовой системой обеспечивает вариативность приемов управления риском:

- избежание риска;
- предотвращение ущерба;

- принятие риска на себя;
- перенос риска, осуществляемый методами хеджирования, страхования и диверсификации.

Третья функция: расчетно-платежная система

Финансовая система дает возможность выполнять клиринговые операции и осуществлять платежи такими способами, которые стимулируют обмен товарами, услугами и активами и контролируют этот обмен.

Одной из важнейших функций финансовой системы является обеспечение функционирования эффективной платежной системы, позволяющей домашним хозяйствам, фирмам и государству экономить время на приобретение тех или иных товаров и услуг, особенно при международных расчетах. Эффективность расчетов в современном финансовом мире возрастает благодаря появлению альтернативных средств осуществления платежей — чеков, кредитных и депозитных карточек, электронных платежных систем.

Расчетно-платежная система может способствовать и минимизации риска, к примеру применение аккредитивов, особенно в межгосударственном обмене.

Четвертая функция: объединение ресурсов и разделение паев участия в капитале

Финансовая система обеспечивает механизм объединения финансовых средств для основания крупномасштабного бизнеса, с одной стороны, а с другой — способствует разделению капитала крупного бизнеса на паи или акции среди большого количества собственников. Распыление акций — черта современного бизнеса, следовательно, данная функция является чрезвычайно востребованной.

В современной экономике практически невозможно создать собственный бизнес отдельному человеку, поскольку минимальный объем инвестиций, необходимый для ведения бизнеса, чаще всего превышает его денежные ресурсы. Финансовая система эффективно обеспечивает ликвидацию этой проблемы, соединяя субъектов с избытком средств и субъектов с недостатком средств, и рост ликвидности определенного субъекта рынка.

Наиболее успешно эта функция реализуется взаимными фондами, образованными в 1970-е гг. на мировом финансовом пространстве.

Пятая функция: информационная поддержка

Финансовая система предоставляет ценовую информацию, которая способствует согласованию независимых решений, принимаемых в различных секторах экономики.

Ценовая информация согласовывает между собой независимые финансовые решения, принимаемые в различных секторах экономики, с целью их оптимизации на основе оценки активов. Рыночная оценка активов осуществляется на основе стоимостных моделей. Алгоритм движения информации следующий:

Цена актива, процентная ставка → Информационный импульс → Выбор инвестиционного решения и заключение финансовых контрактов.

Таким образом, финансовые рынки выполняют ту же функцию, что и рынки товаров и услуг, определяют ценовые параметры, свойственные их инструментам, и подают ценовые сигналы, способствующие принятию решений всеми субъектами рынка.

СМИ ежедневно сообщают информацию о курсах валют, о состоянии индексов РТС и ММВБ, о процентных ставках на финансовых рынках. Несмотря на то что не все люди профессионально занимаются торговлей ценными бумагами или обменом валюты, даже далекие от финансового рынка люди используют его информацию для принятия решений по расходованию средств и по инвестированию. Типичная ситуация для любой семьи — взять кредит на покупку квартиры. В этой ситуации необходимо правильно выбрать банк, предоставляющий ипотечные кредиты, сравнить процентные ставки, провозглашенные рядом банков, оптимизировать выбор на основе расчета эффективной процентной ставки.

При появлении каждого нового финансового инструмента возникают новые возможности получения информации и расширяется возможность выбора для принятия решений о сбережениях и инвестициях всеми субъектами рынка.

Выполнение этой функции финансовой системой обеспечивает:

- альтернативность финансовых решений и выбор наиболее эффективного решения на основе NPV (чистой приведенной стоимости) или мультипликатора $P|E$, где P — цена акции, E — прибыль на акцию;
- минимизацию риска, поскольку информация — основа этой минимизации.

Шестая функция: решение психологических проблем стимулирования

Психологические проблемы в финансах играют исключительную роль при принятии решений об инвестировании и сбережении средств всеми субъектами рынка, от их состояния зависят спрос и предложение финансовых активов.

С помощью финансовой системы решаются психологические проблемы стимулирования, возникающие, если одна сторона финансовой операции владеет информацией, которой не обладает второй

партнер по сделке, либо когда одна сторона является агентом, принимающим решения за другую. Это наиболее типичная ситуация для трастовых и паевых инвестиционных фондов.

В этих случаях возможность возникновения проблем очевидна, что связано с психологией стимулирования, ограничивающей посредников в выполнении свойственных им функций. *Психологические проблемы возникают потому, что стороны контракта часто не имеют возможности контролировать друг друга.* Эта опасность существует как на национальном, так и на международном финансовом рынке.

Различают три вида проблем, связанных со стимулами, — проблема морального риска, проблема неблагоприятного выбора и проблема комитент—комиссионер.

Проблема морального риска и безответственности (*moral hazard*) возникает тогда, когда обладание, например, страховым полисом приводит к тому, что застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к минимизации потерь. Если сумма страхового вклада превышает стоимость объекта страхования, то у страхователя возникает желание увеличить риск потерь объекта.

Кроме того, проблема морального риска возникает и в отношениях между государством и крупным бизнесом, что характерно для России. Например, государство оказывает поддержку крупному бизнесу, чтобы предотвратить разорение или банкротство, а компания вкладывает деньги в валютный рынок. Это явление типично для государственных корпораций в период кризиса. Эффект больших (*too big to fail*), аналог в русском языке — «системообразующие предприятия», зачастую выражается в демонстрации безответственности. Государство, как правило, способствует снижению риска такой частной или государственной фирмы, она же в свою очередь может позволить себе рисковать и действовать еще более безответственно, поскольку всегда будет рассчитывать на поддержку государства.

Проблема морального риска может возникать при следующих условиях:

а) сумма, обозначенная финансовым посредником (например, страховым фондом), превышает рыночную стоимость актива, подлежащего страховке, хеджированию;

б) существует авансовая система оплаты труда;

в) риски сделки (контракта) переносятся на организацию, благосостояние которой мало волнует заемщика;

г) риски деятельности переносятся на государство.

Проблема неблагоприятного выбора связана с недобросовестной информацией. Наиболее типичная ситуация в этом случае — заключение контракта пожизненной ренты. В данной ситуации возможна манипуляция процентными ставками и периодом выплат.

Проблема отношений комитента с комиссионером. Чаще всего комиссионер принимает совсем не то решение, которое бы принял комитент, обладая той информацией, которая доступна комиссионеру (например, при доверительном управлении).

Если финансовая система функционирует отлаженно, уровень информации рынков эффективен, то этих проблем не возникает. Например, при кредитовании используется принцип обеспечения займов, который применяется банками по отношению к заемщикам, что снижает кредитный риск. При возникновении конфликтов между комитентом и комиссионером изменяется способ вознаграждения за работу управленческого персонала, который увязывается с рыночной стоимостью акций.

Таким образом, постоянно развивающийся инструментарий финансовой системы способен решить все перечисленные психологические проблемы стимулирования, что свидетельствует о возможности выполнения финансовой системой этой функции.

Перенос риска осуществляется и без перемещения денежных средств, в этом случае осуществляется разделение капитала и риска. Например, в условиях современного этапа развития государственно-частного партнерства в сфере развития социальной инфраструктуры государство берет на себя риски реализации инвестиционных проектов в этой сфере.

ВОПРОСЫ И ЗАДАНИЯ

1. Предположим, что определенный банк гарантирует предоставление займов потенциальным клиентам без проверки их кредитоспособности (типичная ситуация для российских банков сегодня при обслуживании физических лиц).

Какие категории заемщиков будут привлечены этим предложением?

Будет ли процентная ставка по данному займу отличаться от ставок других банков, проверяющих кредитную историю своих клиентов?

Объясните причины таких действий банка.

2. Приведите пример ситуации, в которой проблема морального риска помешает вам получить средства для реализации запланированного бизнес-проекта.

Каковы способы преодоления этой проблемы, предоставляемые финансовой системой?

3. Если вы решили воспользоваться советом агента по страхованию собственного дома, возникает ли при этом проблема комитента—комиссионера?

Какие способы ее решения возможны в действующей финансовой системе?

4. Опишите систему финансирования высшего образования в стране. Какую роль в этой системе выполняют домашние хозяйства, государство, фирмы?

5. Охарактеризуйте систему финансирования жилищного строительства в стране. Какую роль в этой системе выполняют домашние хозяйства, государство, фирмы?

6. Опишите систему финансирования предпринимательства в стране. Какую роль в этой системе выполняют домашние хозяйства, государство, фирмы? После ответа на вопросы 4–6 сделайте вывод: Россия — развивающаяся или развитая страна рыночной экономики?

7. Напишите эссе на тему: «Финансовая система: альтернативные подходы на примере исламской финансовой системы».

8. Перечислите недостатки российской финансовой системы, сдерживающие развитие инвестиций и инноваций в реальный сектор экономики.

9. Внешний долг негосударственного сектора, который практически равен стоимости всего золотовалютного резерва Российской Федерации (данные на 1 января 2010 г.), остается одним из основных рисков финансовой системы страны. Объясните почему.

10. Какие признаки заложены в основу структуризации финансовой системы в концепции российской школы, как они связаны со сферами, звеньями и подзвеньями финансовой системы?

11. Каково практическое применение трактовки содержательного потенциала финансовой системы, принятого российской научной школой? Какие финансовые решения она позволяет реализовать и связана ли она с принятием этих решений?

12. Правомочен ли подход к финансовой системе, представленный в западной школе финансов, и почему? Позволяет ли этот подход определить функции финансовой системы?

13. Назовите цель функционирования финансовой системы в концепции западной школы.

14. Как связана финансовая система с глобализацией экономики, в чем это проявляется? Как эта связь проявляется в концепциях двух школ?

15. Проведите анализ структуры финансовой системы, представленный в современных учебниках финансов, по следующей форме (табл. 2.1).

Таблица 2.1

<i>Дефиниция и структура финансовой системы</i>	<i>Источник информации</i>

16. Какова связь современного кризиса с международной финансовой системой, в чем она проявляется?

17. Представьте характеристику функций финансовой системы, изложенную в западной финансовой школе, дайте ей оценку и заполните табл. 2.2.

Таблица 2.2

Функции финансовой системы

<i>Функция финансовой системы</i>	<i>Содержательный потенциал функции</i>

18. Какая из функций финансовой системы дала наибольший сбой в период современного кризиса, с вашей точки зрения?

19. Каким образом финансовая система осуществляет соединение экономических субъектов с дефицитом денежных средств с экономическими субъектами с профицитом денежных средств? Приведите примеры.

20. Проведите анализ позиций российской и западной школ по определению «финансовая система» и ее структуре и представьте информацию в следующей форме (табл. 2.3).

Таблица 2.3

Сравнительная характеристика подходов к содержанию и структуре финансовой системы, представленных в западной и российской теориях

<i>Анализируемые параметры</i>	<i>Российская школа</i>	<i>Западная школа</i>
Цель финансовой системы	Достоинства: Недостатки:	Достоинства: Недостатки:
Содержание понятия «финансовая система»	Достоинства: Недостатки:	Достоинства: Недостатки:
Функции финансовой системы	Достоинства: Недостатки:	Достоинства: Недостатки:
Значение финансовой системы		

ЗАДАЧА

Представим, что мы решили заняться бизнесом и нам необходим капитал в сумме 100 тыс. долл. Мы — дефицитная экономическая единица. Нашли частного инвестора, который предоставил нам капитал в размере 70 тыс. долл. в виде покупки акций нашей компании, за это мы обязались выплачивать ему 75% от прибыли. Кроме того, банк предоставил нам кредит в размере 30 тыс. долл. под 10% годовых. Кто будет нести риск в случае неудачи нашего предприятия? Огразите схему движения денежных потоков. Какая функция финансовой системы в этой случае задействована?

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ ДИКТАНТ

1. Совокупность взаимосвязанных между собой сфер и звеньев финансовых отношений образует ... (финансовую систему (российская школа)).

2. Совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками, — это... (финансовая система (*financial system*) (западная школа)).

3. Законодательно признанное свидетельство права на получение ожидаемых в будущем доходов при конкретных условиях — это... (ценная бумага).

4. Наличие неравномерного объема информации для различных сторон сделки с ценными бумагами — это... (неблагоприятный выбор).

5. Принятие комиссионером решения, отличного от того, которое бы принял комитент, если бы обладал всеми знаниями, которыми обладает комиссионер, и принимал решения самостоятельно, называется... (проблема комитента—комиссионера).

6. Лица (или организации), передающие ответственность за риски принятия решений, называются... (комитенты).

7. Лица (или организации), принимающие ответственность за риски совершения решений, называются... (комиссионерами).

8. Уменьшение проблем стимулирования, связанных с кредитной деятельностью, называется... (принцип обеспечения займов).

9. Любая ценная бумага, в том числе бездокументарная, которая характеризуется одновременно следующими признаками: закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Федеральным законом формы и порядка; размещается выпусками; имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги — это... (эмиссионная ценная бумага).

10. Ситуация при страховании, при которой застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к тому, чтобы предотвратить негативное событие, называется... (моральный риск или безответственность).

11. Стирание непреодолимых прежде барьеров между товарным и фондовым рынками, между торговлей товарами и ценными бумагами называется... (финансиализация (*financialization*)).

12. Сферы финансовой системы — это... (финансы субъектов власти).

ТЕСТЫ К РАЗДЕЛУ

1. Содержательный потенциал финансовой системы как основной категории финансов в интерпретации российской школы состоит в том, что:

а) финансовая система — это совокупность взаимосвязанных между собой сфер и звеньев финансовых отношений, имеющих приоритетное значение;

б) финансовая система — это совокупность взаимосвязанных между собой финансовых рынков, функционирующих в условиях неопределенности;

в) финансовая система — это совокупность финансовых рынков и их структур для удовлетворения потребностей субъектов рынка в финансовых ресурсах;

г) финансовая система — это совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками.

2. Содержательный потенциал финансовой системы как основной категории финансов в интерпретации западной школы состоит в том, что:

а) финансовая система — это совокупность взаимосвязанных между собой сфер и звеньев финансовых отношений, имеющих приоритетное значение;

б) финансовая система — это совокупность взаимосвязанных между собой финансовых рынков, функционирующих в условиях неопределенности;

в) финансовая система — это совокупность финансовых рынков и их структур для удовлетворения потребностей субъектов рынка в финансовых ресурсах;

г) финансовая система — это совокупность рынков и других институтов, используемых для заключения финансовых сделок, обмена активами и рисками.

3. Проблема неблагоприятного выбора состоит в том, что:

а) люди, приобретающие страховой полис, обычно наиболее сильно подвержены риску, отраженному в полисе, чем все население в целом;

б) одна сторона финансовой операции обычно принимает решения, отличные от тех, которые бы приняла вторая сторона, если бы обладала всеми знаниями об операции, которыми обладает первая сторона;

в) обладание страховым полисом приводит к тому, что застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к тому, чтобы предотвратить событие, ведущее к потерям;

г) с помощью финансовой системы происходит перенос рисков, в результате которого одной стороне финансовой операции становится невыгодно преодолевать риск.

4. Финансовые решения воплощаются через механизм:

- а) финансовой системы;
- б) торговых и инвестиционных посредников;
- в) государственного регулирования;
- г) инициатив и инноваций бизнеса в сфере производства;
- д) все перечисленное верно.

5. Современная финансовая система имеет:

- а) глобальный характер;
- б) национальный характер;
- в) региональный и локальный характер.

6. Основной причиной существования финансовой системы является:

а) наличие экономических субъектов с избытком и дефицитом финансовых средств, а следовательно, наличие финансовых рынков и финансовых посредников;

б) наличие субъектов власти, определяющих регулирование процессов деятельности финансовых посредников и процессов обращения финансовых инструментов;

в) наличие финансовых ресурсов компаний;

г) наличие финансовых ресурсов государства и домашних хозяйств.

7. Перемещение финансовых потоков в рамках финансовой системы осуществляется:

а) непосредственно через финансовые рынки;

б) опосредованно через финансовых посредников;

в) через систему казначейства;

г) все перечисленное верно;

д) верно а) и б).

8. Финансовые потоки в пределах одной семьи или между различными экономическими единицами одной и той же корпорации:

а) не считаются частью потоков финансовой системы;

б) считаются частью потоков финансовой системы;

в) возможна та и другая ситуация.

9. При перемещении финансовых потоков в рамках финансовой системы уровень риска финансовых инструментов:

а) меняется, если в этом принимают участие финансовые посредники;

б) не меняется, если в этом принимают участие финансовые посредники;

в) меняется, если движение финансовых потоков происходит без финансовых посредников, непосредственно на финансовых рынках;

г) не меняется, если движение финансовых потоков происходит без финансовых посредников, непосредственно на финансовых рынках.

10. Финансовые посредники часто направляют средства:

- а) на финансовые рынки;
- б) в реальный сектор экономики;
- в) на рынки экономических благ;
- г) возможны все перечисленные ситуации при превалировании а).

11. Выполнение финансовой системой функции информационной поддержки позволяет:

а) создать способы стимулирования участников рынка;

б) снабжать ценовой информацией участников рынка, позволяющей координировать децентрализованный процесс принятия решений всеми субъектами рынка;

в) обеспечить снижение риска инвестирования в определенные активы;

г) обеспечить перемещение финансовых ресурсов в пространстве.

12. Клиринговые операции, осуществляемые в рамках финансовой системы, способствуют:

а) осуществлению платежей такими способами, которые стимулируют обмен товарами, услугами и активами;

б) осуществлению платежей такими способами, которые дестимулируют обмен товарами, услугами и активами;

в) клиринговые операции не влияют на эффективность расчетных платежей.

13. Финансовая система выполняет функцию:

а) разделения рисков, т.е. их перенос на контрагентов;

б) управления риском как сложной системой комплексного воздействия на все параметры риска;

в) хеджирования рисков;

г) все перечисленное верно.

14. Для основания крупномасштабного бизнеса в форме корпорации финансовая система:

а) обеспечивает возможность дополнительного привлечения финансовых ресурсов из внешних источников;

б) обеспечивает механизм объединения финансовых средств акционеров;

в) обеспечивает разделение паев среди ряда собственников;

г) обеспечивает создание механизма привлечения заемных источников финансирования деятельности.

15. Существуют ли финансовые сделки, которые обеспечивают важной информацией стороны, не принимающие участия в данной операции?

а) нет, поскольку ее результаты связаны только с участниками сделки;

б) да, поскольку существуют стороны, положение которых определяется результатами сделки;

в) да, поскольку последствия сделки скажутся на активности всех инвесторов;

г) нет, поскольку информация интересует только договаривающиеся стороны.

16. Знание цен на финансовые активы при процессе принятия финансовых решений необходимо:

а) домашним хозяйствам;

б) государству;

в) бизнесу;

г) всем субъектам рынка.

17. Если одна сторона финансовой операции владеет информацией, которая недоступна другому партнеру по сделке, то финансовая система способна решить спектр психологических проблем стимулирования, как то:

а) проблемы морального риска или безответственности;

б) проблемы неблагоприятного выбора;

в) проблемы отношений комитента с комиссионером;

г) все перечисленное верно.

18. Проблема отношений комитента с комиссионером состоит в том, что:

а) люди, приобретающие страховой полис, обычно наиболее сильно подвержены риску, отраженному в полисе, чем все население в целом;

б) одна сторона финансовой операции обычно принимает решения, отличные от тех, которые бы приняла вторая сторона, если бы обладала всеми знаниями об операции, которыми обладает первая сторона;

в) обладание страховым полисом приводит к тому, что застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к тому, чтобы предотвратить событие, ведущее к потерям;

г) с помощью финансовой системы происходит перенос рисков, в результате которого одному участнику финансовой операции становится невыгодно преодолевать риск.

19. Проблема морального риска состоит в том, что:

а) люди, приобретающие страховой полис, обычно наиболее сильно подвержены риску, отраженному в полисе, чем все население в целом;

б) одна сторона финансовой операции обычно принимает решения, отличные от тех, которые бы приняла вторая сторона, если бы обладала всеми знаниями об операции, которыми обладает первая сторона;

в) обладание страховым полисом приводит к тому, что застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к тому, чтобы предотвратить событие, ведущее к потерям;

г) с помощью финансовой системы происходит перенос рисков, в результате которого одному участнику финансовой операции становится невыгодно преодолевать риск.

20. Диаграмма движения финансовых потоков в рамках финансовой системы представляет собой:

- а) способ соединения всех денежных потоков субъектов рынка;
- б) способ перемещения денежных потоков государства;
- в) способ перемещения денежных потоков между субъектами с недостатком и избытком финансовых средств;
- г) способ перемещения денежных потоков фирм.

МИНИ-ТЕСТЫ

1. Содержательный потенциал финансовой системы в интерпретации российской школы состоит в совокупности финансовых посредников и финансовых рынков.

Да/Нет.

2. Содержательный потенциал финансовой системы в интерпретации западной школы состоит в совокупности финансов субъектов рынка.

Да/Нет.

3. Основой подхода к структуре финансовой системы в рамках российской школы является роль субъекта в общественном воспроизводстве.

Да/Нет.

4. Основой подхода к структуре финансовой системы в рамках западной школы являются институциональные элементы этой системы.

Да/Нет.

5. Для российского подхода к структуре финансовой системы характерно выделение ее сфер, звеньев, подзвеньев.

Да/Нет.

6. Значение финансовой системы состоит в том, что она решает проблемы распределения денежных средств (потоков) между субъектами рынка и определяет способы организации финансов этих субъектов (западная школа).

Да/Нет.

7. В западной школе подход к структуре финансовой системы определяется процессом распределения денежных средств между субъектами рынка.

Да/Нет.

8. Роль субъекта в общественном воспроизводстве, характер деятельности субъекта, организационно-пра-

вовая форма деятельности субъекта — это признаки, в соответствии с которыми осуществляется структуризация финансовой системы в модели российской школы.	Да/Нет.
9. Финансовая система в интерпретации российской школы обладает определенными функциями.	Да/Нет.
10. В российской школе существует множественность подходов к содержанию и структуре финансовой системы.	Да/Нет.
11. В западной школе финансовая система, выполняя распределительную функцию, обеспечивает движение денежных средств между субъектами рынка.	Да/Нет.
12. Финансовая система обеспечивает оптимизацию клиринговых расчетов.	Да/Нет.
13. Перемещение денег во времени и пространстве — основная функция финансовой системы.	Да/Нет.
14. Функции финансовой системы взаимосвязаны и обусловлены ее основной функцией.	Да/Нет.
15. Финансовая система способствует распылению (объединению) капитала.	Да/Нет.
16. В странах с развитыми финансовыми рынками распыление капитала — неотъемлемый элемент финансовой системы.	Да/Нет.
17. Финансовая система создает инструменты и институты, способствующие минимизации риска.	Да/Нет.
18. Финансовая система не обеспечивает доступность информации о стоимости финансовых активов.	Да/Нет.
19. Функции финансовой системы неподвижны и не меняются с течением времени.	Да/Нет.
20. Решение психологических проблем стимулирования — самая сложная функция финансовой системы, поскольку ее реализация возможна только в условиях эффективных рынков.	Да/Нет.
21. Все финансовые посредники сталкиваются с проблемой неблагоприятного выбора.	Да/Нет.
22. Информационная поддержка как функция финансовой системы обеспечивает расширение выбора при принятии финансовых решений.	Да/Нет.

ПРОБЛЕМА НЕБЛАГОПРИЯТНОГО ВЫБОРА

Неравномерность объема информации, как мы выяснили, предопределяет такую функцию финансовой системы, как решение психологических проблем стимулирования, в рамках которой ключевой является проблема неблагоприятного выбора (*adverse selection*).

Эта проблема требует дополнительного аналитического обсуждения в силу присущей ей сложности. Чаще всего эта проблема связана с деятельностью страховых организаций, с которыми в современном мире сталкиваются все юридические и физические лица, для того чтобы минимизировать возможные типы рисков.

Сущность проблемы состоит в том, что физические лица, приобретающие страховку от того или иного типа риска, обычно более подвержены этому риску, чем население в целом. Ярким примером является заключение контрактов пожизненной ренты. Пожизненная рента представляет собой договор, предусматривающий ежемесячную выплату данному застрахованному лицу фиксированной суммы с момента его выхода на пенсию и на протяжении всей дальнейшей жизни. Страховая компания, реализующая эту ренту, *не может* исходить из того, что приобретатели ренты будут иметь ожидаемую продолжительность жизни, равную средней по стране.

Практическая ситуация 1

Компания продает пожизненные ренты мужчинам, вышедшим на пенсию, возраст которых составляет 60 лет. Предположим, что средняя продолжительность жизни мужчин составляет 68 лет. На практике среди населения выделяются три группы таких мужчин: группа *A* — продолжительность жизни на пенсии 5 лет, группа *B* — 15 лет, группа *C* — 20 лет. В соответствии с этим подходом, если бы компания, продающая ренты, знала, к какой группе относится их клиент, и изменяла цену ренты в зависимости от продолжительности жизни каждого человека, то никакой проблемы неблагоприятного выбора не существовало бы. Однако страховые компании не в состоянии собрать такое количество информации об ожидаемой продолжительности жизни, которыми обладает их клиент. Поскольку страховщик не может назначить цену, точно отражающую ожидаемую продолжительность жизни каждого клиента, то несоразмерно большее количество рент приобретается людьми, которые планируют прожить значительно дольше обозначенных сроков. Люди, относящиеся к группе *A*, чаще всего не приобретают полис пожизненного страхования, он им невыгоден, его приобретают люди, входящие в группы *B* и *C*.

Следовательно, если страховая компания, продающая ренты, назначала цены на них на основе показателей ожидаемой продолжи-

тельности жизни для населения в целом и не увеличивала цены с целью урегулирования проблемы неблагоприятного выбора, то она была бы обречена на убытки. В соответствии с этим компании назначают на пожизненные ренты цены, непривлекательные для людей со средней ожидаемой продолжительностью жизни. Поэтому рынок сбыта пожизненной ренты намного меньше, чем мог бы быть, если бы не существовало проблемы неблагоприятного выбора.

Практическая ситуация 2

Банк обещает предоставление займов потенциальным клиентам без проверки их кредитоспособности. В этой ситуации также сказывается влияние проблемы неблагоприятного выбора, которая проявляется в возможности возникновения риска неплатежей. Поэтому банк, чтобы оставаться жизнеспособным, устанавливает более высокие процентные ставки по данным кредитам, чем по кредитам, предоставленным клиентам с кредитной историей.

В данной ситуации этот вид кредита, наоборот, влияет на расширение рынка сбыта кредитных ресурсов на основе диверсификации финансовых продуктов, предоставляемых банком.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2¹

АЛЬТЕРНАТИВНАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА (ИСЛАМСКАЯ ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА)

Развитие исламской банковской системы началось лишь во второй половине XX в. в мусульманских странах, значительная часть жителей которых отказывалась пользоваться услугами традиционных банков. В этой ситуации исламские экономисты предложили создать новую систему банковского дела. Первая исламская финансовая организация появилась в 1960-е гг. в Египте.

В настоящее время исламский банкинг востребован в первую очередь в мусульманских странах: в Южной, Юго-Восточной и Средней Азии и Африке, где сконцентрирована большая часть потенциальных клиентов данных банков. Однако сейчас помимо стран из указанных регионов такие организации можно встретить и в Европе, США и Австралии.

В Иране, Пакистане и Судане финансовая система целиком подчиняется исламским нормам, и все банки этих стран являются ис-

¹ Приложение составлено на основе монографии: Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития / П. Трунин, М. Каменских, М. Муфтяхетдинова. — М.: ИЭПП, 2009. (Научные труды / Ин-т экономики переходного периода. № 122Р).

ламскими. В таких мусульманских странах, как Малайзия, Индонезия, Объединенные Арабские Эмираты, Саудовская Аравия, Бруней, присутствуют банки обоих типов, причем число обычных банков также достаточно велико.

Пока клиентами мусульманских финансовых организаций главным образом являются мусульмане, численность которых составляет около 1,6 млрд человек по всему миру. Однако интерес к инвестициям с Ближнего Востока уже проявляют и представители других религий как в Старом, так и в Новом Свете. К услугам исламских банков прибегают такие транснациональные гиганты, как *General Motors, IBM, Alcatel, Daewoo* и др.

В наши дни исламский финансовый сектор стремительно растет, его средние темпы роста оцениваются в 10–15% в год. При этом рейтинговое агентство *Standart&Poors* относит исламские банки к разряду высокоприбыльных.

В последнее десятилетие понятие «исламский банк» прочно закрепилось в лексиконе финансистов во многих развитых странах. Этот финансовый институт, функционирующий в мусульманских странах, постепенно начинает играть все большую роль в традиционных финансовых системах. Причем в таких странах, как Великобритания и США, где число граждан, исповедующих ислам и отказывающихся пользоваться услугами традиционных банков, выросло многократно, игнорировать исламские институты более не представляется возможным. В 2000-х гг. попытка открытия исламского банка была предпринята и в России. Следовательно, исследование исламских финансовых институтов является достаточно актуальной темой в мировой экономической литературе, а также представляет практический интерес для экономических агентов в нашей стране и за рубежом.

Исламская система финансов основана на шариате — совокупности правил и законов, касающихся управления экономикой, социальных, политических и культурных аспектов исламского общества. Основными принципами исламской финансовой системы являются следующие:

- ислам поощряет получение прибыли, однако осуждает использование процента («рибы») в целях получения прибыли, поскольку такая деятельность не приводит к созданию продукта и не может увеличить благосостояние общества;
- собственник финансового капитала и предприниматель разделяют риски для того, чтобы разделить выгоды, так как из-за запрета взимания процента те, кто предлагает денежные средства в долг, становятся инвесторами, а не кредиторами;
- деньги рассматриваются как «потенциальный» капитал, т.е. они становятся реальным капиталом лишь тогда, когда вкладываются в производственную деятельность;

- запрет спекулятивного поведения, а также запрет деятельности, характеризующейся большой неопределенностью и несовместимостью с законами шариата (например, азартные игры);
- исполнение договорных обязательств как важнейшая обязанность сторон сделки с целью снижения рисков, а также запрет на намеренный риск, выходящий за рамки неизбежной случайности («гарар»).

Функции, которые выполняют исламские банки, те же, что и у западных (традиционных) банков: обеспечение работы национальной платежной системы и выполнение функции финансовых посредников. Однако если в части проведения платежей исламский банк по принципам своей работы не отличается от традиционного банка, то в том, что касается функции финансового посредника, имеется фундаментальное расхождение. Рассмотрим основные различия исламских и традиционных банков (табл. 1).

Таблица 1

Основные признаки, характеризующие различия исламских и традиционных банков

<i>Признак</i>	<i>Исламский банк</i>	<i>Традиционный банк</i>
Гарантированные выплаты по депозитам до востребования	Есть	Есть
Гарантированные выплаты по инвестиционным депозитам	Нет	Есть
Ставка процента по депозитам	Не определена, не гарантирована для инвестиционных депозитов	Определена и гарантирована
Механизм определения ставки процента по депозитам	Определяется прибыльностью банка, доходностью инвестиций	Не зависит от прибыльности банка, зависит от состояния ставок на финансовых рынках
Участие вкладчиков в прибылях и убытках банка	Есть	Практически нет
Использование исламских финансовых продуктов	Есть	Практически неприменимо
Право банка выносить решение о выдаче кредита в зависимости от обеспечения	При участии вкладчиков в прибыли и убытках исламского банка он чаще всего не имеет права дискриминировать клиентов в зависимости от имеющегося у них залога	Есть всегда

Стоит также отметить, что исламские банки по сравнению с традиционными располагают меньшим количеством инструментов, которые могут быть использованы для хеджирования рисков. Запреты шариата против рибы (процентные платежи) и некоторые вопросы исламской юриспруденции, касающиеся интерпретации гарара (чрезмерный риск), приводят к тому, что многие инструменты хеджирования, основывающиеся на общепринятых механизмах, таких как опционы, фьючерсы и форварды, исламским банкам на современном уровне развития недоступны.

Исламская финансовая система представлена на рис. 1 и 2.



Рис. 1. Структура исламской финансовой системы

Исламская финансовая инфраструктура включает в себя:

- платежную систему;
- скрининговые системы, торговые и клиринговые системы, инфраструктуру интернет-бизнеса;
- организации, способствующие обеспечению экономической безопасности и поддержанию ликвидности;
- регулирующие органы;
- органы, осуществляющие контроль над соблюдением стандартов финансовой отчетности;
- рейтинговые агентства;
- организации, предоставляющие статистическую информацию;
- образовательные учреждения;
- научно-исследовательские организации.

Рассмотрение основных принципов функционирования исламской финансовой системы позволяет утверждать, что особенности большинства исламских финансовых контрактов обусловлены не эконо-

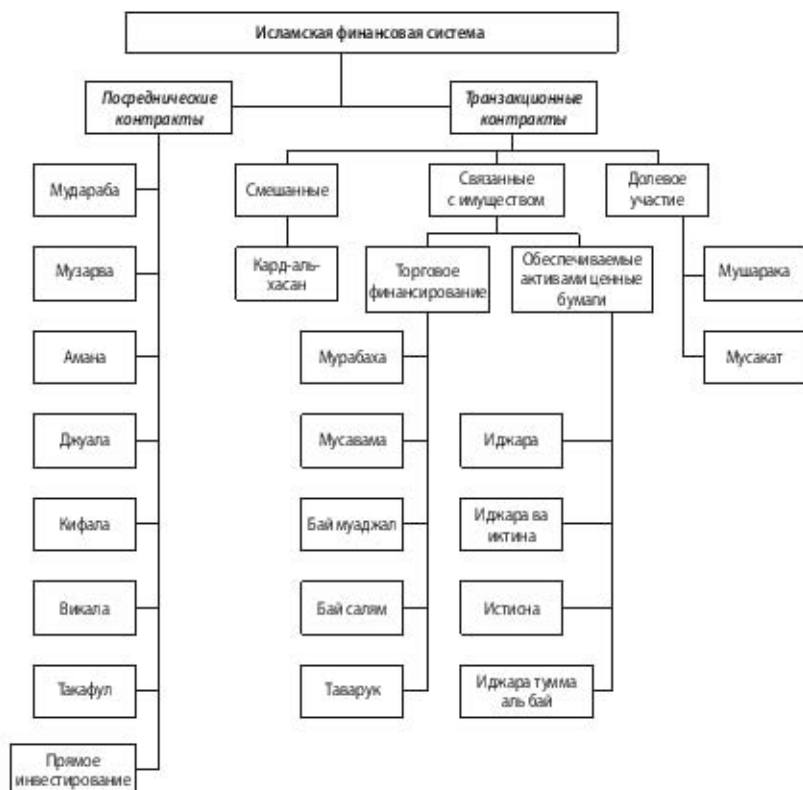


Рис. 2. Финансовые инструменты, используемые исламскими банками

мическими причинами, а необходимостью их соответствия исламу. По всей видимости, практически любой исламский финансовый инструмент имеет традиционный аналог, реализация которого является более простой и связанной с меньшими транзакционными издержками (табл. 2).

В то же время есть основания считать, что в странах с большой долей мусульманского населения, не готового доверять свои сбережения традиционным банкам, а также со значительным количеством предпринимателей-мусульман, не пользующихся услугами традиционных банков, развитие исламских финансовых институтов позволит повысить эффективность финансового рынка и ускорить его развитие.

Развитие исламских банков в США и Западной Европе позволяет предположить, что рано или поздно подобные финансовые институты возникнут и в нашей стране. Как мы продемонстрировали выше, функционирование исламских финансовых институтов сопряжено

**Характеристика финансовых инструментов,
используемых исламскими финансовыми институтами**

<i>Название инструмента</i>	<i>Характеристика инструмента</i>	<i>Аналогичный инструмент традиционной финансовой системы</i>
Амана	Контракт, в рамках которого одна сторона может получить право взять на сохранение имущество другой стороны и подразумевает отсутствие ответственности финансового посредника в случае потерь, если его обязательства были выполнены должным образом	Текущие счета или счета до востребования
Мулпарака	Предусматривает подписание банком и клиентом соглашения о партнерстве, в соответствии с которым стороны совместно финансируют проект. При этом банк выплачивает клиенту в заранее оговоренной пропорции часть прибыли, полученной в результате предпринимательской деятельности, или же прибыль делится между ним и банком пропорционально участию сторон в финансировании проекта. Потери также подлежат распределению пропорционально участию сторон в финансировании	Проектное финансирование
Мусакат	Аналог контрактов мулпарака для сельскохозяйственных проектов, длится до того времени, когда урожай созреет	Контрактация
Мудараба	В этом виде контракта банк — собственник капитала доверяет свои средства для их эффективного использования предпринимателю, обладающему возможностями, опытом и репутацией (мударибу). Причем банк не имеет право требовать залог в обмен на предоставление денежных средств. Полученный доход от инвестируемых денег распределяется между банком и предпринимателем в соответствии с соглашением, заключенным в момент подписания контракта	Доверительное финансирование

<i>Название инструмента</i>	<i>Характеристика инструмента</i>	<i>Аналогичный инструмент традиционной финансовой системы</i>
Музараа	Аналог мударабы, используемый в аграрном секторе. В контракте прописывается, какая из сторон предоставляет семена и оборудование. Урожай делится между банком и предпринимателем в соответствии с их вкладами. В случае неурожая хозяин не получает выгоды от владения землей, а усилия рабочего оказываются потраченными впустую	Издольная аренда
Джуала	Контракт, предметом которого является объект, в существовании которого нельзя быть уверенным однозначно и который не находится под полным контролем сторон. Одна сторона платит другой оговоренную заранее сумму денег за предоставление услуг в соответствии с положениями контракта	Используется при оказании консультационных и профессиональных услуг, размещении ценных бумаг, а также трастовых услугах
Кифала	Контракты, на основе которых могут создаваться фонды взаимного кредитования; выплата долга в случае, если заемщик не смог выполнить свои обязательства, гарантируется третьей стороной	Кредит под поручительство
Викала	При заключении контракта агент получает фиксированную плату, а не участвует в прибылях и убытках	Представительство
Прямое инвестирование	Банк может предоставить финансирование частным компаниям, а в обмен на это в зависимости от величины его вложений в проект он может получить часть мест в совете директоров и иметь право голоса при управлении работой компании	Прямое инвестирование
Баи салям	В рамках данного контракта покупатель платит продавцу заранее оговоренную стоимость товара, который продавец обещает поставить через определенный промежуток времени. Покупатель может потребовать залог, закладную или поручительство третьей	Покупка с авансовым платежом

Продолжение табл. 2

<i>Название инструмента</i>	<i>Характеристика инструмента</i>	<i>Аналогичный инструмент традиционной финансовой системы</i>
	стороны от продавца в качестве страховки от возможных рисков, связанных с неполной поставкой товара или ее отсутствием	
Иджара	Соглашение, по которому банк сначала покупает оборудование, недвижимость и т.п. по требованию клиента, а затем сдает его клиенту в аренду. Продолжительность аренды и размер арендной платы (фиксированной или изменяющейся во времени) согласуются сторонами	Лизинг
Иджара ва иктина, иджара тумма аль бай	Клиент арендует имущество за определенную сумму на определенный период. Клиент осуществляет выплаты по частям, которые включают арендную плату, а также часть конечной стоимости продукта. По истечении срока аренды имущество переходит в собственность клиента. Стоимость имущества устанавливается при заключении контракта и не изменяется со временем	Лизинг с последующим выкупом
Мурабаха	Банк покупает товар (сырье, комплектующие детали и т.п.) от имени клиента, а затем перепродает ему товар, получая прибыль от реализации товара, а также наценку за оказанные услуги. Цена товара должна быть определена заранее, а также должна оговариваться величина наценки, которая является вознаграждением банка	Торговое финансирование
Мусавама	Аналогичен продукту мурабаха, отличается лишь тем, что в случае заключения данного контракта покупатель и продавец договариваются о цене, не рассматривая издержки, которые несет продавец	Торговое финансирование
Баи муаджал (или баи битаман аджил)	Он аналогичен контракту мурабаха, но отличается от него тем, что в нем применяются выплаты, отложенные во времени	Торговая сделка с отсроченным платежом

<i>Название инструмента</i>	<i>Характеристика инструмента</i>	<i>Аналогичный инструмент традиционной финансовой системы</i>
Таварук	Данный контракт также называют «обратная мурабаха». Например, если клиент банка хочет занять определенную сумму, банк может купить товар на эту сумму, а затем продать потребителю с наценкой за оказанные услуги, играющей роль процента по кредиту	Кредит
Баи иннах	В отличие от механизма таварука при заключении контракта задействовано только две стороны: банк и его клиент. Когда клиент обращается в банк для того, чтобы получить кредит, банк продает в рассрочку часть своих активов клиенту по цене, которая заранее оговаривается в контракте и включает величину кредита вместе с наценкой за услуги банка. Затем клиент сразу же продает этот актив обратно банку по установленной цене и банк выплачивает всю сумму клиенту и снова становится собственником актива. Таким образом, клиент получает ликвидные средства для своих нужд	Кредит
Кард-аль-хасан	Банк предоставляет клиенту определенную сумму денег, которую тот обязуется вернуть по истечении заданного срока. Возвращая основной долг, клиент может выплатить банку (исключительно по своему желанию) определенную сумму в виде добровольных премиальных — хйба, чтобы покрыть административные затраты. Сам банк никогда не требует премиальных и в договоре их выплата не предполагается. Однако в качестве гарантии банк может потребовать залог	Беспроцентная ссуда
Такафул	Участники фонда осуществляют денежные взносы, часть которых направляется в специальный фонд, предназначенный для того, чтобы возместить убытки при наступлении страхового случая. Пропорции, в которых	Страхование

<i>Название инструмента</i>	<i>Характеристика инструмента</i>	<i>Аналогичный инструмент традиционной финансовой системы</i>
	разделяются денежные средства, определяются страховой компанией. Другая часть направляется на инвестиции, организованные по принципу разделения прибылей и убытков, с целью получения прибыли. Все участники разделяют между собой прибыль и потери от инвестиционной деятельности фонда	
Сукук	Специальный вид облигаций, доходность которых связана с отдачей от реальных активов. Однако, поскольку сукук — это чисто финансовые ценные бумаги, парият рассматривает их как долговые обязательства. Следовательно, многие инвесторы в исламских странах не могут торговать облигациями сукук на вторичном рынке, поскольку при этом может возникнуть рибха. Из-за этого ограничения инвесторы стремятся держать такие облигации до самого срока погашения	Облигационный заем (для контрактов сроком до 3 лет), лизинговый контракт (свыше 3 лет)
Мукарада (сукук аль мукарада)	Держатели данных облигаций, подобно владельцам неголосующих акций, получают право на участие в прибыли от реализации проекта, но при этом принимают на себя часть убытков. Банк не может гарантировать выплату основной суммы долга или прибыли	Выпуск облигаций для финансирования конкретных проектов

с необходимостью внесения изменений в законодательство, а также затрудняет проведение денежно-кредитной политики и поддержание стабильности финансовой системы. В такой ситуации необходимо знать особенности их функционирования и те риски, которые они привносят в национальную финансовую систему.

Раздел 3

СТРУКТУРНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ: ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ, ИНСТИТУТЫ, ИНСТРУМЕНТЫ

3.1. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: НАЦИОНАЛЬНЫЙ И МИРОВОЙ КОНТЕКСТ

3.1.1. СОДЕРЖАНИЕ КАТЕГОРИИ «ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК»

Назначение финансовых рынков — эффективное распределение накоплений между конечными потребителями или трансформация сбережений в инвестиции. Это назначение вытекает из противоречий между объемами инвестирования капитала и объемами его сбережения. Субъекты рынка, как мы выяснили, делятся на две группы — субъекты, испытывающие дефицит денежных средств, и субъекты, обладающие избытком денежных средств. Это обстоятельство — основа существования финансовых рынков. «Чем больше разрыв между объемами предлагаемых инвестиций и сбережений, тем острее проявляется необходимость существования эффективных финансовых рынков для распределения сбережений между конечными потребителями. Встреча конечного инвестора и конечного владельца средств должна осуществляться оптимальным образом и с наименьшими затратами»¹. Подобно ценным бумагам и финансовым институтам, которые возникли и развиваются в ответ на потребности инвесторов, финансовые рынки также развиваются для удовлетворения отдельных торговцев финансовыми активами.

Содержание категории «финансовый рынок» многогранно; рассмотрим некоторые из позиций трактовки данной категории, способствующие развитию представлений о содержании и структуре финансового рынка.

Во-первых, **финансовый рынок** (*financial market*) — это совокупность всех финансовых ресурсов в их движении. Он объединяет денежный рынок и рынок капиталов (временной подход). Под **денежным рынком** понимается рынок находящихся в обращении наличных денег и обеспечивающих аналогичные функции краткосрочных платежных средств (чеков, карт и т.п.). **Рынок капиталов** представляет собой рынок, на котором владельцы денежных средств продают заемщику право временного использования этих средств за обусловленное в договоре вознаграждение. Денежные средства могут предоставляться либо в виде непосредственных банковских ссуд, либо в обмен на ценные бумаги. Соответственно существуют рынок ссудного капи-

¹ Ван Хорн Дж.К. Указ, соч. С. 35.

тала и фондовый рынок (институциональный подход). Рынок ссудного капитала — это рынок кратко-, средне- и долгосрочных банковских кредитов. Краткосрочные кредиты обслуживают движение оборотных средств, а средне- и долгосрочные кредиты — движение основного капитала предприятий. Фондовый рынок обслуживает движение ценных бумаг — акций, облигаций, ипотечных обязательств и др.

Во-вторых, **финансовый рынок** — это совокупность рыночных институтов, на которых происходит торговля финансовыми активами. Основными торгуемыми финансовыми активами являются иностранная валюта, ценные бумаги, кредиты, депозиты, производные инструменты. В роли основных посредников на этом рынке выступают коммерческие банки, биржи, сберегательные институты, компании коллективного инвестирования и др. Основная функция финансового рынка заключается в обеспечении перетока средств от субъектов хозяйствования, для которых они в данный момент являются свободными (неиспользуемыми), к субъектам хозяйствования, испытывающим потребность в финансовых ресурсах.

В-третьих, **финансовый рынок** — это организованная институциональная структура для создания финансовых активов и обмена финансовыми активами. Финансовый рынок ориентирован на мобилизацию капитала, предоставление кредита, осуществление обменных денежных операций. Основным регулирующим органом национального финансового рынка РФ является Центральный банк страны и Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), которые в практике рассматриваются как национальные макрорегуляторы.

3.1.2. МЕЖДУНАРОДНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

Совокупность национальных финансовых рынков называется **международным финансовым рынком (МФР)**, который представляет собой совокупность спроса и предложения на капитал кредиторов и заемщиков разных стран. Этот рынок функционирует благодаря наличию соответствующих инфраструктурных систем, которые обеспечивают и поддерживают целостность МФР; он регулируется различного рода международными соглашениями и международными институтами.

МФР стал развиваться с началом вывоза (миграции) капитала к концу XIX в. На современном этапе в период глобализации экономики к его функциям относятся:

1. Аккумуляция свободных денежных средств и их перераспределение между отдельными отраслями, странами и регионами.

2. Обеспечение роста эффективности экономики, прежде всего производственного потенциала, на основе поддержания ее (его) необходимыми финансовыми ресурсами.

Сегодня в эпоху развития глобализации роль МФР переоценить достаточно сложно¹.

Глобализация привела:

- к снижению стоимости финансирования и, как следствие, к увеличению мирового объема реального капитала — ключевого фактора роста производительности, что в значительной степени увеличило капитализацию МФР, и, как показал современный финансовый кризис, это увеличение оказалось чрезмерным благодаря развитию феномена финансиализации;
- приобретению сбережениями международного характера, что позволило повысить инвестиционные возможности национальных экономик и конкретных бизнес-структур;
- росту разнообразия доступных источников финансирования, ведущему к падению средней стоимости капитала для компаний и субъектов власти.

Итак, развитие МФР значительно подняло эффективность инвестирования мировых накоплений и таким образом внесло косвенный вклад в повышение производительности труда в мире. В этом состоит позитивное значение этого рынка.

В практической деятельности и теоретических основах МФР подразделяется на первичный и вторичный. Они тесно связаны между собой, так как первичный рынок насыщает вторичный ценными бумагами. *Первичный рынок* служит для перераспределения капитала между кредиторами и заемщиками (инвесторами и реципиентами). На *вторичном рынке* меняются только контрагенты, т.е. происходит смена владельцев долговых обязательств, при этом величина ресурсов первоначальных заемщиков не меняется. Вторичный рынок создает механизм перепродажи долговых обязательств и других финансовых активов, что приводит к росту ликвидности рынка в целом, а следовательно, возрастает и степень доверия к нему кредиторов и инвесторов. Он обеспечивает, таким образом, бесперебойное функционирование всего рынка ссудных капиталов (кредитный рынок) и фондового рынка.

МФР имеет собственную структуру, в его рамках выделяются:

- национальный финансовый рынок;
- международный финансовый рынок.

¹ Под **глобализацией** мы рассматриваем углубляющуюся специализацию и разделение труда за пределами государственных границ (*Гринспен А.* Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы: Пер. с англ. 3-е изд. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. С. 349).

МФР не существует в форме единого рынка, он представляет собой лишь совокупность взаимосвязанных национальных финансовых рынков.

По признаку функциональных различий (или в зависимости от экономического содержания операции) мировой финансовый рынок, как национальный, так и международный, можно разделить на два основных сектора:

- мировой денежный рынок;
- мировой рынок капитала.

Денежный рынок делится:

- на межбанковский рынок (т.е. рынок межбанковских депозитов), который представляет собой совокупность операций между банковскими учреждениями по предоставлению взаимных краткосрочных необеспеченных ссуд на сумму до 1 млн долл. США;
- учетный рынок — учет векселей частного и государственного секторов (казначейские обязательства) хозяйствования, а также иных краткосрочных обязательств (иных коммерческих бумаг).

Рынок капитала делится:

- на кредитный рынок (учитывает механизм кредитования);
- фондовый рынок (включает рынок акций и рынок облигаций).

На *рынке акций* происходит обращение денежных документов (акций), удостоверяющих имущественное право владельцев этих документов по отношению к лицу, выдавшему эти документы. Акции — это долевые ценные бумаги.

На *рынке облигаций* обращаются долговые ценные бумаги, дающие их держателю безусловное право на гарантированный фиксированный денежный доход или на определяемый по договору изменяемый денежный доход.

Структура финансовых рынков различается по зонам действия и по национальным экономикам.

В структуре **еврорынка** выделяют (критерий — срок заимствования):

- 1) денежный сегмент;
- 2) кредитный сегмент;
- 3) фондовый сегмент.

Специфика *денежного сегмента* — заимствования на небольшой срок (одно- и шестимесячные депозиты).

Кредитный сегмент — в этом секторе большой удельный вес приходится на среднесрочные кредиты под плавающую ставку процента; такая ставка зависит от ставки, сложившейся на рынке. Среднесрочные синдицированные ролloverные кредиты являются главным инструментом кредитного сегмента, они породили множество проблем на этом сегменте. Проблема состоит в большом риске невозврата кредита. Процентная ставка, используемая в кредитном сегменте, формируется из двух составляющих:

- плавающей ставки;
- постоянной ставки (маржа, которая может иметь как положительное, так и отрицательное значение).

Среднесрочная ставка зависит от статуса заемщика, в соответствии с которым и определяется маржа доходности этого сегмента рынка.

Фондовый сегмент представлен торговыми позициями по акциям и облигациям; при этом следует отметить, что в современных условиях доля обязательств на нем значительно превышает емкость долевых ценных бумаг. Эта тенденция пока характерна и для современного периода в Российской Федерации.

К базовым субъектам хозяйствования и субъектам власти, представленным на мировом финансовом рынке, относятся:

- 1) предприятия;
- 2) домашние хозяйства;
- 3) правительства;
- 4) профессиональные субъекты рынка.

К профессиональным субъектам рынка на мировом финансовом рынке принадлежат прежде всего международные финансовые организации.

Международная финансовая организация — организация, создаваемая на основе межгосударственных (международных) соглашений в сфере международных финансов. При этом участниками соглашений могут выступать государства и негосударственные институты.

Идея создания межгосударственных организаций, регулирующих основные формы международных экономических отношений, возникла под влиянием мирового экономического кризиса в 1929—1933 гг. Международные финансовые организации создаются путем объединения финансовых ресурсов странами-участницами для решения определенных задач в области развития мировой экономики и международных экономических отношений.

Целями международной финансовой организации могут быть развитие сотрудничества, обеспечение целостности, стабилизация сложных ситуаций, сглаживание противоречий всемирного хозяйства. На современном этапе существует значительное количество международных финансовых организаций (институтов), классификация которых представлена в табл. 3.1.

Следует отметить, что все международные финансовые организации полифункциональны, ни одна из них не выполняет только одну функцию, поэтому их выделение по функциональному признаку призвано определить основной спектр действия международных организаций и масштабность их деятельности.

Спектр деятельности, полномочия и история возникновения международных финансовых организаций представлены в приложении 1.

Классификация международных финансовых организаций

Признак классификации	Международные финансовые организации
Круг участников	<ul style="list-style-type: none"> • универсальные (т.е. для всех государств) — МВФ, Всемирный банк, группа Всемирного банка, Международный инвестиционный банк, Международный банк экономического сотрудничества; • региональные (для государств соответствующего региона) — Арабский валютный фонд, Черноморский банк торговли и развития, Европейский банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк, Исламский банк развития, Северный инвестиционный банк; • межрегиональные — Евразийский банк развития, Межамериканский банк развития, Азиатский банк развития, имеющий региональное и нерегиональное членство; • Африканский банк развития, также имеющий региональное и нерегиональное членство
Сфера деятельности	<ul style="list-style-type: none"> • общей компетенции — организации, практически выполняющие все финансово-кредитные операции, — МВФ, Всемирный банк, Межгосударственный банк, Международная ассоциация развития, Международная финансовая корпорация, Международная финансовая организация; • специальной компетенции — Базельский комитет по банковскому надзору, Совет по финансовой стабильности, Многостороннее агентство по гарантиям инвестиций, многосторонние банки развития, Банк международных расчетов, Европейский инвестиционный банк, <i>Committee on the Global Financial System (CGFS)</i>, <i>Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS)</i>, <i>International Association of Insurance Supervisors (IAIS)</i>, Совет по Международным стандартам финансовой отчетности, <i>International Organization of Securities Commissions (IOSCO)</i>
Характер полномочий	<ul style="list-style-type: none"> • межгосударственные — не ограничивающие суверенитет государства — практически все международные финансовые организации; • надгосударственные (наднациональные) — частично ограничивающие суверенитет государства: вступая в подобные организации, государства-члены добровольно передают часть своих полномочий международной организации в лице ее органов — прежде всего Европейский центральный банк
Международные параорганизации (клубы)	<ul style="list-style-type: none"> • Парижский клуб; • Лондонский клуб
Выполняемые функции	<ul style="list-style-type: none"> • информационные — рейтинговые агентства — международные фирмы, предоставляющие информационные услуги — <i>Moody's</i>, <i>Standar&Poor's</i>, — определяют кредитный рейтинг государств и фирм, выпускающих ценные бумаги,

Признак классификации	Международные финансовые организации
	<p>а также приобретающих АДР; фирма <i>Best's</i>, определяющая кредитный рейтинг страховых компаний; <i>Bloomberg, Reuters</i>, предоставляющие услуги по проведению анализа финансовых показателей; <i>Lipper, Morninstar, SEI</i>, предоставляющие услуги по предоставлению статистических сведений о результатах деятельности различных взаимных фондов;</p> <ul style="list-style-type: none"> • нормотворческие — Совет по Международным стандартам финансовой отчетности, Комитет по международным стандартам финансовой отчетности и др.; • консультативные и аналитические — практически все международные банки, прежде всего ЕБРР, МБРР. Они занимаются анализом ситуаций, тенденций и факторов развития мировой экономики; • регулирующие, выполняющие операции на мировом валютном и фондовом рынке с целью регулирования мировой экономики, поддержания и стимулирования международной торговли. — МВФ, Международная финансовая корпорация, Международная ассоциация развития и др.; • инвестиционные, занимающиеся кредитованием международных и внутренних национальных проектов. К ним относятся все международные банки развития, а именно: Азиатский банк развития, Африканский банк развития, Восточно-Африканский банк развития, Евразийский банк развития, Европейский банк реконструкции и развития, Европейский инвестиционный банк, Исламский банк развития, Карибский банк развития, Межамериканский банк развития, Международный банк реконструкции и развития, Северный инвестиционный банк, Черноморский банк торговли и развития; • кредитные, занимающиеся кредитованием государственных проектов, — все международные банки; • благотворительные, способствующие преодолению бедности и нищеты, направленные на финансирование программ международной помощи, прежде всего МАР; • инновационные, направленные на финансирование научных исследований, прежде всего МАГИ, Фонд высоких технологий ЕвразЭС; • страховые — Международные страховые компании, в том числе Международная ассоциация органов страхового надзора — МАОСН (<i>International Association of Insurance Supervision, IAIS</i>), Международная ассоциация по страхованию кредитов — МАСК (<i>International Credit Insurance Association, ICIA</i>)

Значение мировых финансовых рынков в системе распределения денежных средств переоценить достаточно сложно; так, согласно данным журнала *Forbes*, 24% миллиардных состояний сделано людьми, занимающимися бизнесом на мировых финансовых рынках, и масштаб их деятельности в условиях глобализации продолжает возрастать. Это порождает появление как инновационных финансовых институтов, так и инновационных финансовых инструментов. В XXI в. к данным институтам можно отнести хедж-фонды, которые превратились в гигантскую финансовую индустрию, где доминируют пока еще американские фирмы. К инновационным финансовым инструментам относится прежде всего дефолтный своп. Характеристика этих институтов и инструментов будет представлена ниже.

3.1.3. ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ КАК ОСНОВА ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

Финансовые рынки — сложное институциональное образование, имеющее значимые национальные особенности с точки зрения и теории, и практики функционирования.

Рассмотрим существующую в научных исследованиях типологию и классификацию финансовых рынков.

Типы финансовых рынков¹

1. *Рынок прямого поиска* — это наименее организованный рынок. При этом типе рынка продавцы и покупатели ищут друг друга самостоятельно, напрямую. Такие рынки характеризуются случайным партнерством, а также дешевыми и нестандартными инструментами.

2. *Рынки брокеров*. На этих типах рынков осуществляется предоставление посреднических услуг по поиску партнеров покупателям и продавцам. При этом операции по продаже (покупке) финансовых активов осуществляются за счет клиента. Важным брокерским рынком в сфере инвестиций является первичный рынок, где для открытой продажи предлагаются новые выпуски ценных бумаг. На первичном рынке инвестиционные банки и компании продают ценные бумаги различных компаний и выполняют функции брокеров. Одним из распространенных видов брокерского рынка является рынок крупных сделок, на котором торгуются большие пакеты акций. Их величина настолько большая (более 10 тыс. акций), что брокеры чаще всего занимаются поиском других крупных торговцев, что позволяет доводить сделки непосредственно. Требования к компании, занимающейся брокерской деятельностью:

¹ Типологизация отвечает подходам, изложенным в работе: *Боди З., Кейн А., Маркус А.* Принципы инвестиций. 4-е изд.: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2004. С. 42–43.

- размер собственного капитала: этот показатель в соответствии с приказом ФСФР РФ от 24 апреля 2007 г. № 07-50/пз-н составляет 10 млн руб., а в случае если компания оказывает брокерские услуги на рынке ценных бумаг — 35 млн руб.;
- срок действия лицензии — три года;
- организация должна вести в полном объеме внутренний учет операций, совершенных в интересах клиентов (постановление ФКЦБ № 32 от 11 декабря 2001 г.).

3. *Рынки дилеров.* Рынки, на которых торговцы, специализирующиеся на отдельных видах финансовых активов, покупают и продают ценные бумаги за свой собственный счет. Рынки дилеров появляются при условии роста интенсивности торговли отдельными видами активов. Дилеры приобретают активы за свой счет и продают их из своих запасов для получения прибыли. Разница (спред) между ценой покупки дилера и ценой продажи — источник прибыли дилера. Наиболее распространенный пример рынка дилеров — внебиржевой рынок ценных бумаг. При этом следует отметить, что купля-продажа ранее выпущенных ценных бумаг происходит на вторичных рынках, торговля на которых не влияет на количество ценных бумаг, право собственности на ценные бумаги просто переходит от одного инвестора к другому¹.

4. *Аукционные рынки.* Наиболее всеобъемлющий — аукционный рынок, на котором все торговцы собираются вместе, чтобы купить или продать определенные активы. Пример аукционного рынка — Российская торговая система (РТС), Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Нью-Йоркская фондовая биржа (*New York Stock Exchange* — *NYSE*) и т.д. Преимущество аукционных рынков по сравнению с дилерскими состоит в том, что инвестору нет необходимости анализировать предложения дилеров, чтобы выбрать наилучшую цену покупки (продажи) интересующих его финансовых активов. Если собираются все участники рынка, то они могут достичь взаимовыгодных цен и поддерживать спред между дилерскими ценами покупки и продажи. Постоянные аукционные рынки нуждаются в частом заключении крупных сделок, чтобы покрыть затраты на содержание рынка. Поэтому РТС, NYSE и другие фондовые биржи установили требования к регис-

¹ **Дилерской деятельностью** признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам. Профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий дилерскую деятельность, именуется дилером. Дилером может быть только юридическое лицо, являющееся коммерческой организацией, а также государственная корпорация, если для такой корпорации возможность осуществления дилерской деятельности установлена федеральным законом, на основании которого она создана (Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Ст. 4).

трации ценных бумаг (листингу)¹ для ограничения перечня ценных бумаг, которые допускаются к торговле на бирже.

Наряду с типологизацией финансовых рынков, в мировой практике выделяется и их классификация, обладающая имманентными определенной стране признаками. Классификация финансовых рынков, определяющая их виды, имеет несколько критериев. Основными классификационными критериями являются временной и институциональный, в их рамках каждая страна вводит собственную классификацию финансовых рынков. При общемировом подходе *первый критерий* — временной, т.е. финансовые рынки классифицируются в соответствии со сроками обращения финансовых инструментов, представленных на данном рынке. Согласно этой классификации в целом к финансовым рынкам относят рынок денег и рынок капиталов. *Рынок денег* обычно характеризуется тем, что финансовые активы, с которыми на них работают, краткосрочны, им присущ небольшой риск, при этом эффективный денежный рынок удовлетворяет потребность нации в ликвидности. На *рынках капитала* оперируют инструментами с большим сроком погашения и часто большим риском (табл. 3.2).

Таблица 3.2

Виды финансовых рынков и наиболее распространенные финансовые инструменты рынков

<i>Денежный рынок</i>	<i>Рынок капитала</i>
Включает краткосрочные долговые инструменты, характеризующиеся относительно низким риском. Крупнейшими мировыми денежными рынками являются нью-йоркский и лондонский	Включает долгосрочные финансовые инструменты. Самым ярким примером этого рынка является Нью-Йоркская фондовая биржа, на которой котируются акции крупнейших корпораций США и других стран
Договоры (сделки) РЕПО и обратного РЕПО (<i>Repurchase agreements, REPO</i>): • договоры о краткосрочной продаже государственных и корпоративных ценных бумаг, предусматривающие их последующий выкуп продавцом по более высокой цене	Рисковые ценные бумаги: • акции (<i>common stocks</i>) — доля собственности в публичной корпорации; • акции, представленные в <i>ADR</i> (американские депозитарные расписки), <i>GDR</i> (глобальные, чаще всего германские, депозитарные расписки) и <i>РДР</i> (российские депозитарные расписки)

¹ **Листинг ценных бумаг** — включение фондовой биржей ценных бумаг в котировальный список (часть двадцать четвертая в ред. Федерального закона от 28 июля 2004 г. № 89-ФЗ). Делистинг ценных бумаг — исключение фондовой биржей ценных бумаг из котировального списка (часть двадцать пятая в ред. Федерального закона от 28 июля 2004 г. № 89-ФЗ).

Денежный рынок	Рынок капитала
<p>Различные краткосрочные ценные бумаги:</p> <ul style="list-style-type: none"> • облигации (<i>bond</i>) всех видов, срок действия которых ограничен одним годом; • казначейские (правительственные) векселя (<i>Treasury bills</i>) — краткосрочное долговое обязательство, выпускаемое государством, или государственные ценные бумаги, выпускаемые с дисконтом от номинала; • агентские векселя (<i>Agency bills</i>) — векселя агентств, спонсируемых правительством, такие как государственное ипотечное учреждение и т.п.; • муниципальные векселя (<i>Municipal bills</i>) — городские, сельские, поселковые; • коммерческие векселя (<i>Commercial bills</i>) (юридических лиц) — краткосрочное необеспеченное долговое обязательство, выпускаемое крупными корпорациями; • банковские векселя (<i>Bankers bills</i>) — краткосрочное необеспеченное долговое обязательство, выпускаемое банками; • банковские акцепты (<i>Bankers' acceptance</i>) — приказ клиента банку с требованием выплаты некоторой суммы к определенной дате; • депозитные сертификаты (<i>Certificate of deposit</i>) (юридических лиц) — срочный банковский депозит; • сберегательные сертификаты (<i>Certificate of deposit</i>) (физических лиц) 	<p>Инструменты с фиксированным доходом:</p> <ul style="list-style-type: none"> • казначейские облигации и ноты (<i>Treasury notes or bonds</i>), срок обращения которых составляет от 5 до 30 лет включительно, при этом срок действия нот определяется десятилетним периодом, срок облигаций свыше 10 лет; • обязательства федеральных агентств (<i>Agency bond</i>) (органов федерального правительства) — эти долговые обязательства выпускаются в основном в поддержку жилищной ипотеки и сельскохозяйственного кредита; • региональные облигации с длительным сроком действия от 5 до 30 лет включительно; • муниципальные облигации (<i>Municipal bonds</i>) (ценные бумаги муниципального образования), срок действия которых от 5 до 10 лет включительно; • корпоративные облигации (<i>corporate bonds</i>) — долгосрочные долговые обязательства, выпускаемые частными корпорациями; по этим облигациям, как правило, выплачиваются полугодовые купоны, а при погашении выплачивается номинальная стоимость; • закладные и ценные бумаги, обеспеченные закладными (<i>Mortgage-backed securities</i>), — это вид ценных бумаг под залог (чаще всего жилья)
<p>Краткосрочные кредиты:</p> <ul style="list-style-type: none"> • межбанковские; • коммерческие 	<p>Обязательства федеральных, региональных и муниципальных органов власти (долгосрочные гарантии)</p>
<p>Валюта, в том числе евродоллары</p>	<p>Срочные контракты: опционные и форвардные контракты</p>

Все представленные в таблице инструменты широко распространены и известны. Достаточно новыми для российской экономики являются акции, представленные в соответствующих депозитарных

расписках, — *ADR*, *GDR* и РДР. Депозитарные расписки — наиболее развитый инструмент финансовых рынков. Самые представительные из депозитарных расписок американские, поскольку их использование обеспечивает доступ различных компаний на все иностранные рынки. Для привлечения иностранных инвестиций крупные российские компании располагают возможностью выхода на зарубежные фондовые рынки без допуска к листингу на биржах. Для этого они могут использовать **американские (*ADR*) и глобальные (*GDR*) депозитарные расписки** на уже эмитированные ими акции, обращающиеся на российском рынке. Акции российского эмитента депонируются в российском отделении какого-нибудь крупного американского (или немецкого) банка, который становится их **номинальным держателем**. В свою очередь, банк выпускает *ADR*, которые являются свидетельством его владения акциями российской компании и гарантией для иностранного инвестора выплаты ему дивидендов. На американской (или немецкой) бирже осуществляется торговля не самими акциями, а выпущенными банком депозитарными расписками. Например, депозитарием ОАО РЖД России и других крупных российских компаний является известный *Bank of New York (BoNY)*. Общая сумма выпущенных этим банком на американский рынок *ADR* составляет несколько миллиардов долларов.

Россия также пошла по пути эмиссии депозитарных расписок, они появились на финансовых рынках с 2006 г. В соответствии с российским законодательством **российская депозитарная расписка (РДР)** — «именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг) и закрепляющая право ее владельца требовать от эмитента российских депозитарных расписок получения взамен российской депозитарной расписки соответствующего количества представляемых ценных бумаг и оказания услуг, связанных с осуществлением владельцем российской депозитарной расписки прав, закрепленных представляемыми ценными бумагами. В случае если эмитент представляемых ценных бумаг принимает на себя обязательства перед владельцами российских депозитарных расписок, указанная ценная бумага удостоверяет также право ее владельца требовать надлежащего выполнения этих обязанностей»¹.

Таблица 3.2 отражает только временной признак разделения рынков и не претендует на полноту характеристики инструментов представленных рынков. Тем не менее эта классификация рынков позволяет выделить самый распространенный в России рынок, которым явля-

¹ Часть двадцать седьмая введена Федеральным законом от 30 декабря 2006 г. № 282-ФЗ.

ется сегмент денежного рынка, — это валютный рынок, информация о котором представлена в приложении 2.

Представим развернутую характеристику денежного рынка, к которому и относится валютный рынок.

Денежный рынок может быть подразделен:

- 1) на рынок краткосрочных ценных бумаг;
- 2) рынок межбанковских кредитов;
- 3) рынок евровалют.

Участниками денежного рынка являются, с одной стороны, лица, предоставляющие деньги на срок до одного года (кредиторы), а с другой стороны — лица, заимствующие деньги на определенных условиях (заемщики). Одной из категорий участников рынка являются финансовые посредники — лица, посредством которых денежные средства переходят от лиц, предоставляющих денежные средства, к лицам, получающим денежные средства.

В качестве кредиторов и заемщиков на денежном рынке выступают:

1. Банки.
2. Небанковские кредитные организации.
3. Предприятия и организации различного типа — юридические лица.

4. Физические лица.
5. Государство в лице определенных органов и организаций.
6. Международные финансовые организации.
7. Другие финансово-кредитные учреждения.

В качестве финансовых посредников на денежном рынке выступают:

1. Банки.
2. Профессиональные участники фондового рынка.
3. Брокеры.
4. Дилеры.
5. Управляющие компании.
6. Другие финансово-кредитные учреждения.

Интересы участников денежного рынка состоят в получении дохода от операций с различными финансовыми инструментами денежного рынка. Кредиторы получают доход в виде процента на ссуженную стоимость. Заемщики получают доход в виде дополнительной прибыли, полученной от использования заимствованных денежных средств. Финансовые посредники получают доход в виде комиссионного вознаграждения.

Особое место в рамках денежного рынка занимают операции РЕПО (финансовый инструмент), имеющие достаточно сложную схему предоставления денежных средств в заем.

Сделка РЕПО (*repurchase agreement*) — сделка покупки (продажи) ценной бумаги с обязательством обратной продажи (покупки) через

определенный срок по заранее определенной цене. Иначе, соглашение РЕПО может рассматриваться как краткосрочный заем под залог ценных бумаг, чаще всего краткосрочных долговых бумаг денежного рынка.

Виды сделок РЕПО

Сделкой *прямого РЕПО* называется сделка продажи с обязательством обратной покупки.

Сделкой *обратного РЕПО (reverse repo)* называется сделка покупки с обязательством обратной продажи.

Сделка РЕПО состоит из двух частей — первой и второй (прямая и обратная части).

Понятия «сделка прямого РЕПО» и «прямая часть РЕПО» имеют разное значение.

Как правило, первая часть является наличной (*spot*) сделкой, вторая часть является срочной (форвард — *forward*) сделкой.

В случае РЕПО «овернайт» — это сделка РЕПО с совершением обратной сделки на следующий день — обе части являются наличными (первая часть — *today*, вторая — *spot*).

Под биржевой сделкой РЕПО понимается сделка РЕПО, заключенная на биржевом рынке. Для заключения такой сделки в заявке на биржевую сделку указывается признак того, что заключается сделка РЕПО.

Сделки РЕПО часто совершаются с целью кредитования участников рынка деньгами либо ценными бумагами. В этом случае доход кредитующей стороны сделки реализуется через разницу цен первой и второй частей. **Ставка РЕПО** — положительная или отрицательная величина, выраженная в процентах, используемая для расчета цены второй части сделки РЕПО. **Срок РЕПО** — интервал между первой и второй частями сделки РЕПО.

Банковский кредит РЕПО (*Lombard credit*)

Центробанк РФ предоставляет коммерческим банкам однодневные (*Overnight*) кредиты под залог ценных бумаг (векселей, облигаций и т.п.). Такие кредиты называются РЕПО. Ставка по таким кредитам, выраженная в процентах годовых, фактически является тем, что в других экономиках называется ставкой рефинансирования. Для примера в середине 2008 г. ставка РЕПО составляла 7%. По данным опроса коммерческих банков, проведенного ЦБ России, однодневные РЕПО-кредиты являются вторыми по востребованности после внутриведенных кредитов.

Коммерческие банки также могут предоставлять кредиты РЕПО по аналогичным правилам.

Типовой договор РЕПО (Генеральное соглашение НФА об общих условиях проведения операций РЕПО на рынке ценных бумаг) разработан СРО Национальной фондовой ассоциации в соответствии с

лучшими мировыми стандартами (Генеральное соглашение *ISMA* по РЕПО) и российской практикой, адаптирован к российской законодательно-нормативной базе.

Подводя итог характеристике некоторых инструментов денежного рынка, следует отметить, что эти инструменты относятся к объектам инвестиций, которые приводят к получению текущего дохода, а не росту капитала, как в случае, например, с инструментом рынка капиталов — акцией компаний, стабильно демонстрирующей показатель прибыли на одну акцию выше среднего по отрасли уровня. Также особенностью инструментов денежного рынка является их принадлежность к объектам инвестирования с низким финансовым риском.

Наряду с временным подходом, в практике существует еще один критерий классификации финансовых рынков. Вторым критерий деления финансовых рынков на определенные виды представлен институциональным подходом, в соответствии с которым выделяются фондовый и кредитный рынки. В рамках фондового рынка выделяются финансовые институты, являющиеся зоной его развития, что ведет к обособленному рассмотрению фондовых бирж и внебиржевой торговли.

Таким образом, классификацию финансовых рынков можно представить в следующем виде, носящем условный характер, поскольку различные страны претендуют на введение собственной структуры финансовых рынков (рис. 3.1).

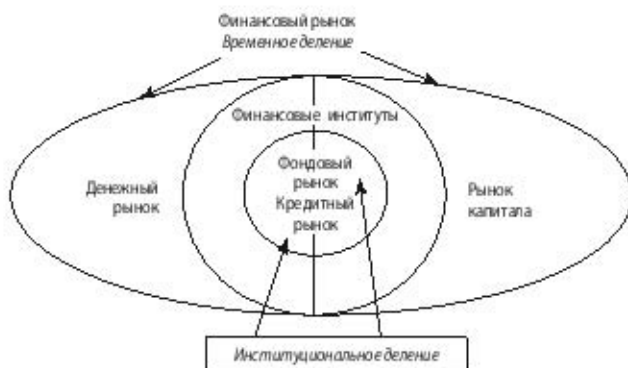


Рис. 3.1. Временное и институциональное деление финансового рынка

Источник: Теплова Т.В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: Учебник для вузов. — М.: ГУ — ВШЭ, 2000. С. 47.

Введение институционального подхода к структуре финансовых рынков требует разъяснения термина «фондовый рынок»; при этом следует отметить, что внутренняя структуризация его во всех странах

различна. Так, возможно рассмотрение фондового рынка как аналога рынка ценных бумаг и выделение несоответствия между этими рынками в рамках определенного национального финансового рынка.

Тем не менее термин «фондовый рынок» — чрезвычайно важный институт финансовой системы любого государства, поэтому переходим к его характеристике. Фондовые рынки — это рынки стандартно оформленных обращающихся финансовых активов; они представляют собой абстрактное понятие, служащее для обозначения совокупности действий и механизмов, делающих возможным торговлю ценными бумагами (акции, облигации, срочные контракты). Термин «фондовый рынок» не следует путать с термином «фондовая биржа», который обозначает конкретную организацию, ее целями является предоставление места для совершения торговых сделок и сведение вместе покупателей и продавцов ценных бумаг.

В состав любого фондового рынка входят следующие компоненты:

- субъекты рынка;
- собственно рынок (биржевой и внебиржевой фондовые рынки);
- органы государственного регулирования и надзора (в России — Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), Центральный банк, Министерство финансов и т.д.);
- саморегулируемые организации (объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые выполняют определенные регулирующие функции, например НАСД (США) и т.п.).

Фондовый рынок регулирует обращение акций, облигаций, закладных и других ценных бумаг различного срока функционирования. Учитывая национальные особенности структуры фондового рынка, следует отметить, что в России под фондовым рынком понимается рынок акций и срочных контрактов (производных ценных бумаг). Выделение данного рынка предполагает, что представленные на нем финансовые активы (инструменты) имеют следующие характеристики:

- обращаемость, т.е. способность переходить из рук в руки;
- стандартизованность;
- серийность.

На практике существуют три модели фондового рынка в зависимости от банковского или небанковского характера финансовых посредников:

- небанковская модель (США) — в качестве посредников выступают небанковские компании по ценным бумагам;
- банковская модель (Германия) — посредниками выступают банки;
- смешанная модель (Япония) — посредниками являются как банки, так и небанковские компании.

В России на данном этапе превалирует банковская модель.

Фондовый рынок в России регулируется как законодательно Федеральной службой по финансовым рынкам, так и с помощью не-

коммерческих организаций — объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг. В настоящее время на российском фондовом рынке действуют две крупнейшие некоммерческие организации:

- НАУФОР — Национальная ассоциация участников фондового рынка;
- ПАРТАД — Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев.

ФСФР является федеральным органом исполнительной власти, осуществляющим функции по принятию нормативных правовых актов, контролю и надзору в сфере финансовых рынков (за исключением страховой, банковской и аудиторской деятельности). **ФСФР РФ** находится в прямом подчинении Правительству Российской Федерации.

Благодаря этим организациям современный российский фондовый рынок постоянно развивается и приходит к цивилизованным формам взаимоотношений между его участниками.

Фондовые рынки делятся на первичные и вторичные. **Первичный рынок** — это рынок привлечения нового капитала, т.е. рынок продажи вновь выпущенных ценных бумаг. Таким образом, первичный рынок объединяет фазу конструирования нового выпуска ценных бумаг и их первичное размещение. К участникам этого рынка относятся эмитенты и финансовые посредники (аналог — финансовые институты). Существует публичное и частное размещение ценных бумаг. Особое значение имеет первичное публичное размещение, которое организуют крупные корпорации.

Первичное публичное предложение (ППП) (Initial Public Offering — IPO) — первая публичная продажа акций частной компании, в том числе и в форме продажи депозитарных расписок на акции. Продажа акций может осуществляться как путем размещения дополнительного выпуска акций путем открытой подписки, так и путем публичной продажи акций существующего выпуска акционерами частной компании.

В 2006 г. во всем мире было проведено 1729 *IPO* на сумму 247 млрд долл. США. В 2007 г. этот показатель был существенно превышен. Лидерами по сумме сделок являются США и Китай. Крупнейшее *IPO* в 2006 г. провел китайский банк *ICBC*, который привлек 22 млрд долл. США.

Основной целью проведения *IPO* является получение так называемой учредительской прибыли — прибыли, получаемой учредителями акционерных обществ в виде разницы между суммой от продажи выпущенных акций и капиталом, действительно вложенным ими в акционерное предприятие. Возможность получения учредительской прибыли связана с тем, что цена акций представляет собой капитализированный (по ставке процента) дивиденд, в то время как

реально вложенный капитал приносит прибыль по более высокой, чем ставка процента, средней норме прибыли. Однако появление публичных компаний в определенной отрасли производства в дальнейшем приводит к тому, что капитал в этой отрасли приносит не среднюю прибыль, а только процент. Данный процесс вынуждает частные компании либо также становиться публичными, либо применять свой капитал в другой отрасли. Как одну из целей можно выделить повышение ликвидности компании. В этих условиях акционеры после проведения *IPO* могут продать все свои акции по рыночной цене, причем очень быстро. Также к целям вывода компании на *IPO* относится возможность защиты от поглощения недружественными компаниями.

После проведения *IPO* компания становится публичной, ее отчетность — ясной и прозрачной, что является приоритетом большинства компаний, так как *IPO* расширяют возможности их инвестиционного роста.

Вторичный рынок — это рынок обращения ранее эмитированных на первичном рынке ценных бумаг. В свою очередь, вторичный фондовый рынок подразделяется на организованный и неорганизованный рынки. Участники данного рынка — инвесторы и финансовые посредники, у которых размещены указанные активы. Являясь механизмом перепродажи, он позволяет инвесторам свободно покупать и продавать бумаги. При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проигрыше, так как многие, особенно новейшие, начинания не получили бы необходимой финансовой поддержки.

Выделение вторичных рынков требует введения классификации фондового рынка по принципу места ведения торгов финансовыми инструментами. В соответствии с этим принципом выделяются биржевой и внебиржевой рынки.

Биржевой рынок — это рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами. Отличительным признаком биржевой торговли является наличие торговой площадки, где встречаются покупатели и продавцы. Ценные бумаги биржевого рынка проходят листинг. Фондовые биржи — это инструмент вторичного рынка, так как имеют дело с размещенными ценными бумагами, а не с новыми выпусками. Вторичные рынки существуют по всем видам ценных бумаг, а не только по акциям и облигациям.

Прямой доступ на биржевой рынок имеют только профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие соответствующую лицензию. На биржевом рынке существует несколько групп участников, осуществляющих профессиональную деятельность.

1. **Брокер** — лицо, непосредственно совершающее сделки на торговой площадке от имени или по поручению клиента.

2. **Дилер** — лицо, совершающее сделки от своего имени и на свои средства. Чаще всего брокерские компании также осуществляют торговые операции на свои средства.

3. **Управляющий активами** — лицо, совершающее операции на фондовом рынке в интересах своего клиента. В отличие от брокера, который просто исполняет заявки, управляющий самостоятельно принимает торговые решения согласно выбранной стратегии.

4. **Клиринговая палата** — осуществляет учет сделок с ценными бумагами между участниками фондового рынка.

5. **Депозитарий** — лицо, осуществляющее учет и переход прав на ценные бумаги, ведущее реестр ценных бумаг. **Реестр** собирает, учитывает, обрабатывает и хранит данные по владельцам ценных бумаг.

Биржа организует проведение сделок по купле-продаже ценных бумаг. В России две крупнейшие биржи — биржи при ММВБ и РТС. Биржи формируются для проведения торгов ценными бумагами и совершения сделок с ценными бумагами. Типы биржевых сделок не следует рассматривать в качестве финансовых инструментов.

Биржевой сделкой называется сделка, совершенная с ценной бумагой или срочным биржевым контрактом, с помощью биржи. Необходимо выделять следующие типы биржевых сделок с ценными бумагами.

Сделка с расчетами день в день (*today*) — сделка, по которой исполнение обязательств сторонами выполняется практически моментально. Контрагентом по такой сделке, как правило, выступает биржа. Для заключения таких сделок необходимо предварительное резервирование денежных средств и/или ценных бумаг на бирже.

Наличная сделка (*spot*) — сделка с расчетами в течение двух дней. Сделка «*today*» является разновидностью *spot*-сделки.

Форвардная сделка (*forward*, срочная сделка) — сделка с расчетами от трех дней. Для таких сделок, как правило, не требуется резервировать средства накануне торгов. Обозначается как $T + N_1 + N_2$, где N_1 — количество рабочих дней со дня заключения до дня планируемой поставки ценных бумаг; N_2 — количество рабочих дней со дня заключения до дня планируемой оплаты. Если оплата и поставка производятся в один день, то сделка обозначается как $T + N_1$, где N_1 — дата поставки и оплаты.

Пример обозначения:

$T + 3 + 5$ — сделка, заключенная на следующих условиях: дата поставки — через три дня после заключения сделки, дата оплаты — через пять дней после заключения сделки.

На большинстве бирж сделки заключаются только на условиях *DVP* — поставка против платежа (поставка и оплата производятся в один день). Факт оплаты отслеживается депозитарным центром.

Сделка РЕПО — сделка по продаже (покупке) эмиссионных ценных бумаг (первая часть РЕПО) с обязательной последующей обратной покупкой (продажей) ценных бумаг того же выпуска в том же количестве (вторая часть РЕПО) через определенный договором срок по цене, установленной этим договором при заключении первой части такой сделки.

Маржинальная сделка — сделка, совершаемая на кредитные средства (предоставляемые брокером или банком).

Биржевой рынок представлен совокупностью различных биржевых площадок (характеристика крупнейших бирж Российской Федерации и мира представлена в приложении 3).

Внебиржевой рынок предназначен для торговли ценными бумагами, не имеющими допуска на фондовые биржи. Механизм заключения сделок на внебиржевом рынке выглядит примерно следующим образом. Участник торгов выставляет в информационной системе заявку о том, что он хочет купить или продать те или иные ценные бумаги в определенном количестве и по определенной цене; другие участники видят эту заявку и, если у них есть заинтересованность в заключении сделки, связываются с ним и договариваются об условиях заключения сделки. В качестве информационных систем используются различные информационные агентства, такие как АКМ и Росбизнес-консалтинг, которые собирают заявки и распространяют их в своих информационных бюллетенях через Интернет или в печатном виде. Основным отличием внебиржевого рынка от бирж и торговых систем является то, что на нем полностью отсутствуют централизованный контроль за выполнением обязательств и стандартизация заключения сделок.

Ценные бумаги, заявки на которые выставляются в информационных системах, относятся к категории условно ликвидных, потому что по данным этих систем можно лишь приблизительно судить о наличии реального спроса на них, так как информационные системы не дают информации о количестве реально заключенных сделок на внебиржевом рынке и реальных ценах этих сделок. Следует констатировать, что на внебиржевом рынке обращается значительно большее количество разновидностей ценных бумаг, чем на биржевом. При этом все они обладают различной ликвидностью, т.е. на них существует разный спрос. На некоторые виды ценных бумаг, такие как векселя Сбербанка или Газпрома, спрос существует практически всегда, и их реальная ликвидность ничуть не ниже, а иногда даже выше, чем у бумаг, обращающихся на биржевом рынке. Помимо подобных бумаг, существуют еще и бумаги, которые находят своего покупателя, хотя для этого надо приложить некоторые усилия; в основном к ним от-

носятся акции средних российских предприятий, некоторые векселя и муниципальные облигации. Понятие неликвидных ценных бумаг весьма условно. Когда говорят о неликвидных ценных бумагах, имеется в виду только то, что на них отсутствуют заявки в информационных системах. Как правило, это означает, что они не могут заинтересовать достаточно широкий круг покупателей либо из-за того, что недостаточно обеспечены реальными активами, либо из-за того, что недостаточно известны широкому кругу покупателей.

Найти покупателя на небольшое количество акций подобного типа (в процентах от уставного капитала) крайне сложно, так как они не могут применяться для спекуляций на рынке, не обеспечивают получение солидных дивидендов, не дают возможности реально влиять на работу того предприятия, которое их выпустило. Как правило, если на них находится покупатель, то он является крупным акционером этого предприятия и докупает акции в целях усиления контроля над ним. В случае если продается пакет акций, который дает реальный контроль над предприятием (от 25% уставного капитала), найти покупателя несколько легче; как правило, им становится либо руководство предприятия, либо его смежник или конкурент.

Внебиржевая сделка (*OTC deal — over the counter*) — это сделка с финансовым инструментом (акция, облигация, депозитарная расписка), заключенная сторонами напрямую, вне бирж. Большинство внебиржевых сделок заключается через организаторов торговли, однако в отличие от биржевых торгов на внебиржевом рынке организатор не несет ответственность в случае неисполнения обязательств одним из участников. Для заключения внебиржевых сделок не требуется резервировать средства накануне торгов, так как участники сделок рассчитываются напрямую. Как правило, внебиржевые сделки заключаются с отсроченными расчетами. Такие сделки обозначаются $T + N_1 + N_2$, где N_1 и N_2 соответственно дата поставки ценных бумаг и дата оплаты (например, $T + 5 + 7$ — поставка через пять рабочих дней, оплата через семь рабочих дней). По внебиржевой сделке может быть оформлен договор купли-продажи ценных бумаг. К внебиржевым сделкам относятся следующие типы сделок.

Поставочный форвард — является самой распространенной формой заключения внебиржевых сделок: одна сторона поставяет базовый актив, другая платит деньги. Сделки **spot** можно рассматривать как частный случай таких сделок с «ближайшим» сроком расчетов.

Расчетный форвард — менее распространенная форма. Для России данный вид сделок является достаточно редким ввиду своей правовой незащищенности. В 1998 г. после августовского кризиса российским судом было отказано нескольким зарубежным банкам в их исках по поводу неуплаты российскими банками их обязательств по расчетным форвардам. Российский суд приравнял данные сделки к пари.

Внебиржевой опцион — распространенный тип внебиржевой сделки, по которой одна сторона получает право, но не обязательство на покупку/продажу актива. Не следует путать внебиржевые опционы со стандартными биржевыми финансовыми инструментами. Для внебиржевых рынков опцион — это скорее не инструмент торговли, а тип сделки, тогда как для биржевых торгов биржевой опцион является именно финансовым инструментом.

Таким образом, общую структуру фондового рынка можно представить в следующем виде (рис. 3.2).

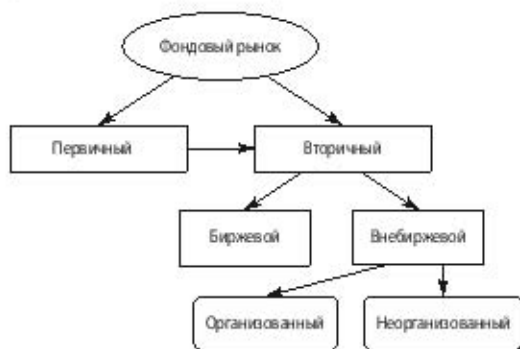


Рис. 3.2. Обобщенная структура фондового рынка

Кроме того, фондовые рынки можно классифицировать по ряду других критериев:

- по территориальному признаку (международные, национальные и региональные рынки);
- по видам ценных бумаг (рынок акций и т.п.);
- по видам сделок (кассовый рынок, форвардный рынок и т.д.);
- по эмитентам (рынок ценных бумаг предприятий, рынок государственных ценных бумаг и т.п.);
- по срокам (рынок кратко-, средне-, долгосрочных и бессрочных ценных бумаг);
- по отраслевому и другим критериям.

Все представленные классификации фондового рынка имеют место в теории и практике функционирования и развития финансовой системы. Множество классификационных признаков фондового рынка обуславливает сложность классификации и финансовых рынков, элементом которой является фондовый рынок.

Кредитный рынок в институциональном подходе к классификации финансовых рынков можно рассматривать как рынок долговых денежных инструментов.

Предложенная общая классификация финансовых рынков не является исчерпывающей. Так, существует деление финансовых

рынков по сегментам, т.е. финансовые рынки можно условно подразделить на основные сегменты по признаку функционирующих на них финансовых инструментов:

- рынок облигаций (*Bond Market*) — рынок различного рода обязательств — от корпоративных до государственных — с различными сроками исполнения;
- товарный рынок (*Commodities Market*) — рынок, на котором торгуется сырье и так называемые биржевые товары;
- фондовый рынок (*Stock Market*) — на нем осуществляются операции с акциями по первичному размещению (это размещение и есть *IPO*) и их вторичному перераспределению. Это происходит на биржах или через ОТС (внебиржевая торговля);
- валютные рынки и международный валютный рынок *Forex* (*currency*), на котором осуществляются валютообменные операции как в режиме ОТС, т.е. банк — банк, так и на централизованных регулируемых биржах (*ETM*). Рынок валютных операций (*Forex*) — это мощнейший финансовый инструмент, дающий возможность получать высокую прибыль даже от незначительных колебаний цен на мировом рынке валют (при этом остается реальная возможность потерять свои инвестиции). Масштабы валютного рынка огромны. Ежедневно здесь продается и покупается около 4 трлн долл., и объемы производимых операций увеличиваются на 5–7% ежегодно. Указанная величина много больше объема любого товарного, фондового, фьючерсного или какого-либо другого рынка (для сравнения: ежедневный объем рынка ценных бумаг — около 300 млрд долл., рынка валютных фьючерсов — около 40 млрд долл. — приложение 2);
- рынок деривативов (*Derivatives Market*) или срочных контрактов — рынок финансовых инструментов, стоимость которых является производной от стоимости и характеристик других финансовых инструментов (базовых активов).

Вышеуказанные финансовые рынки взаимосвязаны движением капиталов и поэтому воздействуют друг на друга. Конечно, взаимовлияние этих рынков не является процессом линейным и однозначным. На валютный рынок *Forex* воздействуют товарный рынок, рынок облигаций и деривативов; при этом *Forex*, соответственно, влияет на них. Это обуславливает сложность прогнозирования позиций на финансовых рынках.

Следует отметить, что в национальной финансовой системе существуют принципиальные различия в господствующих на экономическом пространстве финансовых рынках. В каждой конкретной стране действует множество финансовых рынков, каждый из которых имеет дело с конкретным типом финансового актива (инструмента), обслуживает определенный тип потребителя или функционирует в

определенном регионе страны. Рассмотрим классификацию финансовых рынков в Российской Федерации.

3.1.4. РОССИЙСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

В российской практике термины «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок» не являются синонимами. В соответствии с Гражданским кодексом Российской Федерации (ст. 143) к **ценным бумагам** относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, кредитная и депозитная карты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законами о ценных бумагах или в установленном ими порядке отнесены к числу ценных бумаг, в то время как фондовый рынок в качестве элемента рынка ценных бумаг представлен только следующими ценными бумагами: акциями и срочными контрактами (деривативами).

Российская структура финансового рынка, отражаемая в информационном блоке инфраструктуры финансовой системы, представлена рынком ценных бумаг и рынком денег; при этом каждый из них имеет собственную структуру. Это обобщение структуры российского финансового рынка также достаточно условно, поскольку внутри сегмента рынка ценных бумаг присутствуют кредиты. Поэтому обобщенная характеристика в соответствии с предложенными стандартами затруднительна. Следует рассматривать его сегменты, которые и охарактеризованы ниже.

1. *Рынок государственных ценных бумаг (федеральные бумаги)*

Правительство России начало разрабатывать возможность заемного финансирования дефицита государственного бюджета в 1992 г. Задача создания системы заемного финансирования была крайне актуальна в рамках программы финансовой стабилизации и трансформации экономики. Поскольку доверие населения к государству после периода высокой инфляции было подорвано, программа развития рынка заимствований ориентировалась на коммерческие банки. Первый аукцион по размещению государственных краткосрочных бескупонных облигаций (ГКО) прошел 18 мая 1993 г., в нем принимал участие всего 21 банк, среди которых был АКБ «Международная финансовая компания» (Банк МФК). В 1993–1994 гг. на рынке доминировали 3- и 6-месячные облигации, поскольку в условиях высокой инфляции более долгосрочные вложения не выглядели привлекательными. Облигации федерального займа (ОФЗ) появились на рынке через два года, в июне 1995 г., и отличались наличием купонных платежей и более длительными сроками обращения.

Современный российский рынок государственного долга с момента его создания обладал передовой инфраструктурой, созданной на базе

Московской межбанковской валютной биржи. Принципы торговли (анонимное автоматическое удовлетворение встречных заявок), расчетов (поставка против платежа, расчеты в день совершения сделки), проведения аукционов и погашения облигаций соответствовали высоким мировым стандартам. В качестве модели проведения аукционов по размещению государственных облигаций была избрана система, принятая в большинстве экономически развитых государств мира. В подаваемых заявках дилеры от имени инвесторов и от своего имени указывают объем и цену приобретения пакета бумаг, выставляемых на аукцион, и после определения эмитентом «цены отсечения» удовлетворяются все заявки по указанной цене или выше ее. При этом только так называемые неконкурентные заявки удовлетворяются по единой цене, совпадающей со средневзвешенной ценой удовлетворенных конкурентных заявок, а все принятые конкурентные заявки выполняются по указанным в них ценам.

Если на первом этапе функционирования рынка все дилеры имели одинаковый статус, то в 1996 г. была создана система так называемых первичных дилеров. Первичные дилеры были призваны повысить ликвидность рынка и стабилизировать котировки долговых инструментов. В их обязанности входило поддержание двусторонних (на продажу и покупку) инструментов с определенным спредом и выкуп определенной доли новых выпусков облигаций. Преимущественное положение первичных дилеров определялось возможностью проводить операции обратного выкупа (РЕПО) с Центральным банком с использованием государственных бумаг, а также более благоприятными условиями участия в аукционах (через подачу «неконкурентных заявок»).

На начальном этапе развития рынка участие нерезидентов в аукционах и торгах не допускалось. Однако с начала 1996 г. рынок постепенно был открыт для зарубежных инвесторов. Им были разрешены операции с использованием специальных счетов типа «С». Центральный банк стремился проводить процесс его либерализации крайне осторожно, поэтому в течение долгого времени существовали (но постепенно смягчались) ограничения на репатриацию средств нерезидентов и требования к нерезидентам и коммерческим банкам хеджировать валютные риски с помощью ЦБ. Используя этот инструмент, Центральный банк мог устанавливать целевые уровни доходности операций для нерезидентов. В современных условиях либерализация этого рынка продолжается.

Таким образом, рынок ГКО-ОФЗ включает:

- государственные краткосрочные обязательства (ГКО) — это дисконтные облигации Министерства финансов РФ, номинированные в рублях. Доход инвестора по этим бумагам формируется как разница между ценой покупки и ценой продажи или погашения облигаций;

- облигации федерального займа (ОФЗ) — это купонные облигации Министерства финансов РФ, номинированные в рублях, с квартальным и полугодовым купонами. Порядок и условия выпуска ОФЗ установлены Генеральными условиями выпуска и обращения облигаций федеральных займов, утвержденными постановлением Правительства РФ, в соответствии с которыми ОФЗ выпускаются в бездокументарной форме и числятся в Национальном депозитарном центре (НДЦ) в виде записи на счетах депо клиента. Номинальная стоимость облигаций федерального займа составляет 10 и 1000 руб. Доход по ОФЗ формируется в виде разницы цены покупки-продажи и накопленного купонного дохода (НКД), выплачиваемого раз в три месяца, раз в год или раз в полугодие в зависимости от условий выпуска. Обращение облигации происходит только в виде операций купли-продажи на ММВБ.

В настоящее время (с 2009 г.) ГКО на рынке не обращаются. МФ РФ их не выпускает, а ранее выпущенные облигации погашены. ОФЗ обращаются в секции государственных ценных бумаг ММВБ.

Данный рынок имеет стандартизованные общие сведения о государственных ценных бумагах, представленных на рынке ГКО-ОФЗ (табл. 3.3 и рис. 3.3).

Таблица 3.3

Основные характеристики государственных ценных бумаг РФ

<i>Эмитент</i>	<i>Министерство финансов РФ</i>
Вид инструмента	Суверенные долговые обязательства
Валюта инструмента	Рубли
Период обращения	От 3 месяцев до 4 лет
Присвоенное рейтинговое значение	B (<i>Standard&Poor's</i>), B1 (<i>Moody's</i>), B+ (<i>Fitch</i>)
Торговые площадки	Московская межбанковская валютная биржа и региональные валютные биржи
Условия продажи	Поставка против платежа, расчеты в день «Т+0», предварительное резервирование средств в торговой системе
Ставка	15%
Возможные покупатели	Резиденты (дилеры и инвесторы) и нерезиденты

По итогам 2008 г. объем государственного внутреннего долга Российской Федерации, выраженный в государственных ценных бумагах, составил 4,05% ВВП (1421,44 млрд руб.) (табл. 3.4).

Кроме внутреннего долга, в Российской Федерации сформировался и внешний долг, определяемый выпуском облигаций внутреннего государственного валютного займа (ОВВЗ) различных выпусков. На

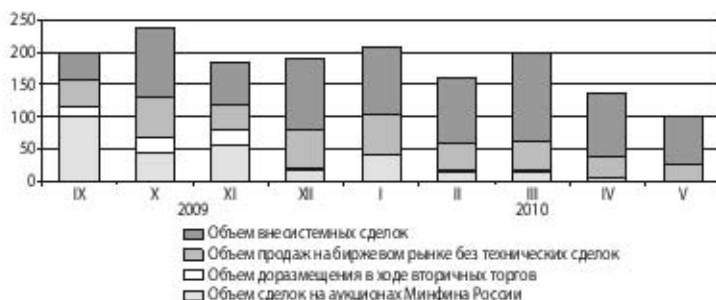


Рис. 3.3. Динамика объема операций на рынке ОФЗ (млрд руб.) по фактической стоимости

Таблица 3.4

Объем государственных ценных бумаг на внутреннем рынке (млрд руб., % к ВВП)

Виды ценных бумаг	На 01.01.2008	На 01.01.2009
ГКО (государственные краткосрочные облигации)	—	—
ОФЗ-ПК (облигации федерального займа с постоянным купоном)	—	—
ОФЗ-ПД (с постоянным доходом)	288,42 (0,87)	328,17 (0,98)
ОФЗ-ФК (с фиксированным купонным доходом)	51,43 (0,16)	33,83 (0,10)
ОФЗ-АД (с амортизацией долга)	807,59 (2,45)	882,03 (2,51)
ГСО-ППС (государственные сберегательные облигации с постоянной процентной ставкой купонного дохода)	10,42 (0,03)	45,41 (0,13)
ГСО-ФПС (с фиксированной процентной ставкой купонного дохода)	91,00 (0,28)	132,00 (0,38)
<i>Всего</i>	1248,86 (3,79)	1421,44 (4,05)

Источник: Министерство финансов РФ.

конец 2008 г. объем государственного внешнего долга (органов государственной власти и органов денежно-кредитного регулирования) составил 42,7 млрд руб., что свидетельствует об уменьшении государственного долга на 7,9% по отношению к началу 2008 г. (по данным ЦБ РФ). Он представлен процентными документарными облигациями на предъявителя. Анкеты различных выпусков представлены в Приложении 4.

Отметим некоторые современные тенденции развития рынка внешнего федерального долга.

Ситуация на рынке валютных облигаций по большинству торгуемых бумаг характеризуется сменой низкой и более сильной волатильности на протяжении 2008 г. на фоне усиления влияния мирового финансового кризиса. В частности, на конец декабря 2008 г. доходность бумаг 7-го транша ОВВЗ составила 4,65% годовых (5,20% на начало года). Динамика доходности 5-го транша ОВВЗ показала более явно выраженную понижательную тенденцию до момента его погашения 14 мая 2008 г. Внешэкономбанком (выступающим в качестве платежного агента и обслуживающего депозитария Минфина России).

Таким образом, после погашения 5-го транша ОВВЗ в обращении остался один выпуск ОВВЗ — 7-й транш ОВВЗ в объеме 1,75 млрд долл. со сроком погашения 14 мая 2011 г.

В свою очередь, доходность *RUS-30* за год, наоборот, выросла с 5,49 до 9,90% годовых, *RUS-28* — с 5,82 до 10,99% годовых, *RUS-10* — с 5,48 до 7,71% годовых. А доходность к погашению по бумаге *RUS-10* на конец декабря, наоборот, уменьшилась и показала отрицательное значение (-1,65% годовых).

Основными негативными факторами для рынка на протяжении 2008 г. были резкое ухудшение состояния долгового рынка США, усиление инфляционных процессов в американской экономике, спад на мировых финансовых рынках, существенное снижение цен на нефть на мировом рынке во второй половине года, являющихся одним из основных факторов стабильности российской экономики, снижение агентствами *Standard&Poor's*, *Fitch Rating* и *Moody's* рейтингов России, дефицит рублевой ликвидности.

В 2009 г. ситуация несколько улучшилась, благоприятное воздействие на ситуацию оказали преодоление российской экономики дефицита рублевой ликвидности в результате антикризисных мер правительства и восстановление странового рейтинга России международными рейтинговыми агентствами.

2. Рынок муниципальных и субфедеральных заимствований

Рынок субфедеральных и муниципальных заимствований состоит из двух основных секторов: банковских кредитов и долговых ценных бумаг (облигаций). Начав свое формирование еще в 1992 г., рынок субфедеральных и муниципальных заимствований в условиях экономического роста достиг пика в 2003 г. и продолжает активно развиваться и в условиях финансового кризиса, модифицируя соответствующие ему инструменты внешнего и внутреннего долга (табл. 3.5).

Величина накопленного долга консолидированного регионального бюджета по осуществляемым заимствованиям увеличилась в 2008 г. до 118 049,2 млн руб., или 0,29% ВВП. Внешняя задолженность региональных консолидированных бюджетов сократилась на 559,0 млн руб., внутренняя — возросла на 118 608,2 млн руб.

**Объем выпуска субфедеральных и муниципальных ценных бумаг
(в % к ВВП)**

Год	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Выпуск	0,63	0,77	0,47	0,31	0,19	0,17	0,27	0,46	0,47	0,37	0,28	0,26	0,43
Погашение	0,47	0,56	0,48	0,36	0,46	0,23	0,10	0,15	0,19	0,28	0,14	0,18	0,26
Чистое финансирование	0,16	0,22	-0,01	-0,05	-0,27	-0,07	0,16	0,31	0,29	0,09	0,14	0,08	0,17

Источник: расчеты ИЭПП по данным Минфина РФ.

Общий объем заимствований регионального консолидированного бюджета в 2008 г. составил 409 669,4 млн руб., из них внешних — 591,0 млн руб. Единственным регионом — получателем внешних займов в 2008 г., как и в 2007 г., стала Республика Башкортостан. В соответствии с российским законодательством (Бюджетный кодекс РФ) внешние заимствования осуществляются Федерацией, а для регионов они ограничены и предоставляются с уведомления Министерства финансов РФ. Суммарный объем внутренних заимствований регионов и муниципалитетов составил 409 078,4 млн руб. Крупнейшими заемщиками на внутреннем рынке в 2008 г. стали: Москва — 96,3 млрд руб.; Московская область — 91,7 млрд руб.; Омская область — 34,6 млрд руб.; на эти регионы суммарно пришлось 54,4% заимствований. В 2008 г. по сравнению с 2007 г. объем внутренних заимствований в номинальном выражении вырос на 146,8 млрд руб., или на 35,3%.

В общем объеме внутренних заимствований консолидированного регионального бюджета на эмиссию ценных бумаг пришлось 43,7%, на ссуды из вышестоящих бюджетов — 5,0%, на прочие заимствования (в первую очередь банковские кредиты) — 51,4%.

Следует отметить, что в 2008 г. более чем на 12 п.п. повысился уровень секьюритизации¹ заимствований субъектов Российской Федерации, составив 51,9% заимствований, в то же время более чем на 5 п.п. сократился уровень секьюритизации заимствований муниципальных образований. В условиях преобладания в структуре заимствований консолидированного регионального бюджета заимствований субъектов Федерации (344,0 млрд руб. по сравнению с 65,1 млрд руб. заимствований муниципальных образований) уровень секьюри-

¹ **Секьюритизация** (от англ. *securities* — ценные бумаги) — финансовый термин, означающий одну из форм привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки (например, портфель ипотечных кредитов, автокредитов, лизинговые активы, коммерческая недвижимость, генерирующая стабильный рентный доход, и т.д.).

тизации регионального консолидированного бюджета повысился более чем на 11 п.п., достигнув 43,7% (табл. 3.6).

Структура накопленного долга демонстрирует тенденцию значительного изменения, доля возвратных ссуд из бюджетов другого уровня сокращается, доля облигаций и других заимствований растет (см. табл. 3.6).

Таблица 3.6

Структура внутренних заимствований субнациональных бюджетов (в %)

Виды займов	2008			2007			2006		
	РКБ	РБ	МБ	РКБ	РБ	МБ	РКБ	РБ	МБ
Эмиссия ценных бумаг	43,7	51,9	1,9	32,1	39,5	7,1	29,4	37,1	9,7
Бюджетные ссуды	5,0	5,9	0,2	3,8	4,9	0,1	4,4	6,0	0,3
Прочие	51,4	42,6	97,8	64,2	55,6	92,8	66,2	56,9	90,1

РКБ — региональный консолидированный бюджет, РБ — региональный бюджет, МБ — местный бюджет.

Источник: Министерство финансов РФ.

3. Рынок корпоративных облигаций

Российский рынок корпоративных облигаций практически сформировался только в 1999–2000 гг., тогда как соответствующие западные рынки имеют вековую историю. Однако даже за этот короткий период отечественный рынок проделал путь от весьма узкой и низколиквидной площадки до структуры, способной достаточно успешно удовлетворять потребности российских предприятий в капитале.

Таким образом, в современных условиях рынок корпоративных облигаций приобретает все большее значение как источник инвестиционных ресурсов.

Однако, несмотря на очевидные успехи, масштабы российского рынка корпоративных облигаций по сравнению с рынками развитых стран выглядят достаточно скромно. Так, ведущие европейские страны и Япония в 30–50 раз опережают Россию по объему корпоративных облигаций в обращении. Отечественный рынок можно пока сопоставить лишь с рынками развивающихся стран, таких как Аргентина, Бразилия, Индия, и с рынками стран Восточной Европы, в том числе Чехии и Венгрии.

Одной из важнейших тенденций в развитии облигационного рынка российских эмитентов сегодня является перераспределение объемов эмиссий в пользу внешнего сектора — рынка еврооблигаций (табл. 3.7).

Объем внутреннего рынка корпоративных облигаций (т.е. суммарная номинальная стоимость ценных бумаг, находящихся в обращении) в течение 2008 г. увеличивался и даже в декабре — в период

Таблица 3.7

**Сравнительный анализ рынка еврооблигаций и рынка облигаций
(номинарованных в рублях) российских корпораций**

Год	Рынок корпоративных облигаций, номинарованных в рублях		Рынок еврооблигаций российских эмитентов	
	Объем эмиссий, млрд долл.	Максимальный срок, лет	Объем эмиссий, млрд долл.	Максимальный срок, лет
1997	0	0	2,0	6,0
1998	0	0	0,4	3,0
1999	0,4	5	0	0
2000	1,1	5	0,1	Н.д.
2001	0,8	8	0,6	5
2002	1,5	10	4,4	7
2003	2,6	6	8	10
2004	4,9	6	10,6	30
2005	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.
2006	Н.д.	Н.д.	636,1	30

острой фазы финансового кризиса — достиг максимальной за рассматриваемый период величины (1666,5 млрд руб.). Однако такая, на первый взгляд, позитивная тенденция явилась следствием активности на долговом рынке в первой половине 2008 г., когда было зарегистрировано и размещено достаточно большое количество выпусков облигаций.

В IV квартале 2008 г. индекс российского рынка корпоративных облигаций *IFX-Cbonds* снизился до минимального с середины 2006 г. уровня, а само сокращение в относительном выражении стало рекордным с момента начала его расчета. На конкурсе по определению ставки купонного дохода в январе — феврале 2008 г. доходность устанавливалась на уровне 9–11% годовых, тогда как в ноябре — декабре 2008 г. — уже как минимум 13–14%. На вторичном рынке средневзвешенная эффективная доходность облигаций за 2008 г. возросла более чем в 2,5 раза и к концу года составляла более 20%. В 2009 и 2010 гг. ситуация несколько иная, что вызвано последствиями кризиса (рис. 3.4).

К наиболее активным участникам данного рынка, продолжившим эмиссию облигаций в условиях финансового кризиса, относятся следующие компании: ОАО «СИБУР Холдинг» (четыре серии облигаций на общую сумму 120 млрд руб.); ОАО «Российские железные дороги» (три серии облигаций на сумму 50 млрд руб.); ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (три серии облигаций на сумму 30 млрд руб.); ОАО «Российский сельскохозяйственный банк» (три серии облигаций на сумму 20 млрд руб.).

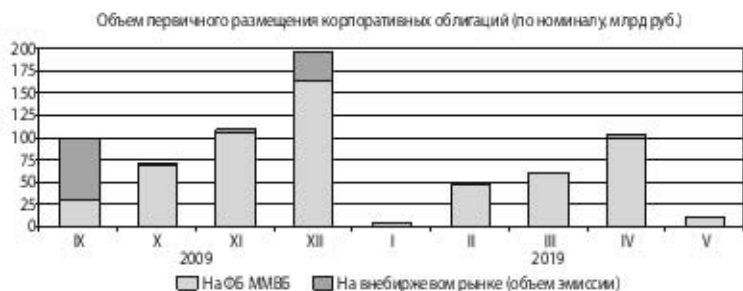


Рис. 3.4. Динамика объема первичного размещения корпоративных облигаций

В современной ситуации структура эмиссии некоторым образом изменилась (рис. 3.5).

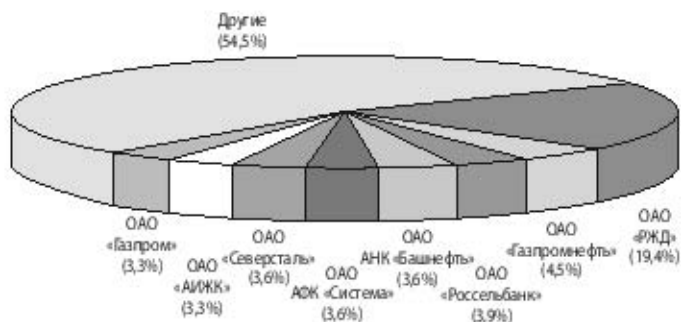


Рис. 3.5. Структура вторичных торгов корпоративными облигациями

Мировой финансовый кризис инициировал внесение определенных поправок в российское законодательство о ценных бумагах. В частности, 30 декабря 2008 г. были внесены изменения в ст. 27.5.2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», касающиеся особенностей эмиссии и обращения биржевых облигаций. Согласно принятым изменениям был существенно расширен круг эмитентов, которые могут выпустить в обращение биржевые облигации: если раньше эмитентами таких облигаций могли выступать только открытые акционерные общества, акции которых включены в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, то сейчас — хозяйственные общества, государственные корпорации или международные финансовые организации, если в котировальный список фондовой биржи, осуществляющей допуск таких облигаций к торгам, включены акции и (или) облигации указанных эмитентов.

Следует отметить, что в настоящее время большинство эмитентов на рынке корпоративных облигаций являются обществами с ограниченной ответственностью, которым до внесения вышеуказанных изменений в законодательство был недоступен такой долговой инструмент, как биржевые облигации.

Подводя итоги развития этого рынка на 2010 г., следует отметить, что удивительным явлением 2000-х гг. было стремительное развитие рынка рублевых облигаций. Капитализация рынка рублевых корпоративных облигаций выросла с 0,6 трлн руб. в 2000 г. до 4,9 трлн руб. в 2009 г., или в 8,2 раза. Из всех рублевых облигаций наиболее быстро рос рынок корпоративных облигаций. Их совокупная капитализация выросла с 46 млрд руб. в 2000 г. до 2,5 трлн руб. в 2009 г., или в 54,3 раза.

4. Фондовый рынок

Рынок акций

Этот рынок сформировался в России в начале 1990-х гг. 25 декабря 1990 г. Правительство РСФСР выпустило постановление № 601 «Положение об акционерных обществах». В нем впервые в нормативных документах упоминались реестры и реестродержатели, необходимые как инфраструктура рынка акций.

Таким образом, с этого момента можно говорить о начале функционирования российского фондового рынка. В вышеназванном Положении зафиксировано, что «государственные предприятия (объединения) могут выпускать два вида акций:

- акции трудового коллектива, распространяемые среди членов своего коллектива;
- акции предприятий (организаций), распространяемые среди других предприятий и организаций, добровольных обществ, банков, а также кооперативных предприятий и организаций. Акции предприятий (организаций) могут выпускать также коммерческие банки».

Становлению рынка акций способствовало законодательное закрепление статуса (понятия) акционерного общества в ГК РФ в 1994 г. и принятие Федерального закона «Об акционерных обществах» в 1995 г.

Специфика формирования рынка акций в России состояла в том, что на первом этапе акционирование проводилось через механизм приватизации государственных предприятий и рынок акций сформировался в основном как инсайдеровский.

Сегодня деятельность этого рынка регулируется федеральными законами «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах».

Акция как инструмент фондового рынка — наиболее известный представитель долевых ценных бумаг. Акция дает право ее владельцу участвовать в голосовании на собрании акционеров, получать дивиденды, играть на разнице курсовой стоимости.

Акции относятся к рискованным активам, а их содержание в инвестиционном портфеле допускается практически на уровне не более 30% всего капитала. На курсовую стоимость акций большое влияние оказывают как фундаментальные, так и спекулятивные рыночные факторы, поэтому акции подвержены значительным изменениям котировок, что и привлекает биржевых спекулянтов. На биржах акции подразделяются по степени надежности. Для классификации бумаг по степени соответствия стандартам качества введено понятие «листинг»¹.

Условно в Российской Федерации акции подразделяются на так называемые **голубые фишки** (*blue chips*, акции первого эшелона) и **акции «второго эшелона»**. Для трейдера (профессионального участника) данного рынка это имеет существенное значение. Например, для торговли голубыми фишками брокер чаще всего предоставляет кредитное плечо, т.е. может осуществлять покупку ценных бумаг в кредит. В то же время акции второго эшелона имеют высокую волатильность (колеблемость) и способны менять свою стоимость на десяток с лишним процентов в день. Это исключает возможность предоставления кредитного плеча.

Лидером по обороту на ММВБ — ведущей бирже страны — в 2008 г. стали акции «Газпрома», на долю которых пришлось около 35% суммарного оборота на рынке акций ММВБ. Следом за ними — акции ОАО «Сбербанк России», доля которых в суммарном объеме торгов составила около 15%. Далее идут акции ОАО «ЛУКойл» с показателем на уровне около 13%. На 4-м и 5-м местах с незначительным отставанием находятся акции ГМК «НорНикель» (12%) и «Роснефти» (около 7%). Отметим, что в 2008 г. по сравнению с годом ранее рейтинг компаний по обороту на ММВБ претерпел изменения в связи с реорганизацией РАО «ЕЭС России» и прекращением существования компании как юридического лица с 1 июля 2008 г.: в рейтинге лидеров на 5-м месте появилась новая компания — «Роснефть». По данным ММВБ на 31 декабря 2008 г., пятерка компаний — лидеров по размеру капитализации, рассчитанной на основе среднемесячных данных, выглядела следующим образом: «Газпром» — 2359,07 млрд руб. (7448,4 млрд руб. на конец 2007 г.); «Роснефть» — 955,40 млрд руб. (2269,9 млрд руб. в 2007 г.); ОАО «ЛУКойл» — 706,42 млрд руб. (1883,3 млрд руб. в 2007 г.); «Сургутнефтегаз» — 562,54 млрд руб.

¹ **Листинг** — это совокупность процедур по включению ценной бумаги в один из котировальных списков фондовой биржи и осуществлению контроля за соответствием ценных бумаг и самого эмитента/управляющей компании, ПИФа условиям и требованиям, установленным фондовой биржей. Наличие бумаги в котировальном списке может существенно расширить круг потенциальных инвесторов, а следовательно — увеличить ликвидность.

(1085,4 млрд руб. на конец 2007 г.) и «Сбербанк России» — 539,24 млрд руб. (2160,9 млрд руб. в 2007 г.).

Важно отметить, что по результатам 2008 г. четыре из пяти наиболее капитализированных компаний России представляют нефтегазовый сектор. Среди компаний несырьевого сектора экономики наибольшую капитализацию имеет Сбербанк России.

Рынок срочных контрактов

Срочный рынок *FORTS* — торговая площадка для покупки и продажи производных финансовых инструментов, или рынок срочных инструментов (контрактов).

Основными финансовыми инструментами срочного рынка являются стандартные биржевые контракты — фьючерсы и опционы. В своей основе срочный рынок возник как средство для хеджирования рисков и является неотъемлемой частью любого развитого финансового рынка. Однако вместе с развитием мировых финансовых рынков существенно расширился и перечень операций, с помощью которых можно извлекать существенный доход. К инструментам срочного рынка относятся:

- **фьючерс** или фьючерсный контракт — обязательство купить или продать базовый актив по заранее оговоренной стоимости в заранее оговоренный срок;
 - **опцион** — право купить или продать базовый актив по заранее оговоренной стоимости в заранее оговоренный срок.
- Участники срочного рынка:
- **спекулянты** — получают прибыль (или убыток) за счет изменения курсовой стоимости контрактов. Это необходимые и полезные участники торгового процесса, которые обеспечивают ликвидность и берут на себя риски изменения цены базового актива;
 - **хеджеры** — игроки, которые используют инструменты срочного рынка для страховки (хеджирования) своих операций на рынке базовых активов. Если цена на базовый актив пойдет против ожиданий, это будет компенсировано доходом от противоположной операции на срочном рынке. Выгода использования срочного рынка для хеджирования заключается в том, что для обеспечения требуется внести от 5 до 15% стоимости страхуемого актива;
 - **арбитражеры** — участники, играющие на разнице цен между различными торговыми площадками. Их деятельность заключается в одновременной покупке и продаже одного и того же актива на разных торговых площадках, если стоимость на этих площадках отличается друг от друга. Их деятельность приводит к уравниванию цен на разных площадках, что, несомненно, позитивно для рынка в целом.

В России крупнейшей торговой площадкой рынка срочных контрактов является *FORTS* — отделение биржи РТС. Самый ликвидный инструмент российского рынка на сегодня — фьючерс на индекс РТС, торгуется именно на *FORTS*. Принципиальным отличием срочного рынка от рынка *Forex* является его направленность, поэтому есть множество положительных примеров торговли на срочном рынке и практически ни одного — на *Forex*.

С каждым годом оборот рынка срочных контрактов существенно увеличивается, и 2008 г., несмотря на финансовый кризис, не стал исключением. Так, по результатам 2008 г. суммарный оборот торгов фьючерсами и опционами на этом сегменте финансового рынка России составил около 11 157,24 млрд руб. против около 7531,2 млрд руб. в 2007 г.

Таким образом, оборот рынка срочных контрактов *FORTS* в 2008 г. вырос практически на 50% по сравнению с предыдущим годом. Участниками торгов было заключено более 28,7 млн сделок и 239,8 млн контрактов (около 11,7 млн сделок и 145,1 млн контрактов в 2007 г.). Среднедневной объем открытых позиций по стандартным контрактам составил в 2008 г. около 247,5 млрд руб., 6,2 млн контрактов и вырос по сравнению с 2007 г. на 50% в рублях и на 47,6% в контрактах (в 2007 г. — 164,9 млрд руб., 4,18 млн контрактов). В течение 2008 г. объем открытых позиций достигал максимального значения — 466,96 млрд руб. и 12,8 млн контрактов (7 июня), минимального значения — 29,05 млрд руб. и 1,3 млн контрактов (15 декабря). В сегменте срочных контрактов в 2008 г., как и годом ранее, основную долю составляли операции с фьючерсами: на них приходилось около 84,2% суммарного объема торгов, или 9394,5 млрд руб. (6207,3 млрд руб. в 2007 г.), тогда как по опционам было заключено сделок всего на 1762,7 млрд руб. (1323,9 млрд руб. в 2007 г.).

Современные тенденции на рынке срочных контрактов представлены в табл. 3.8.

Что касается рейтинга, то наиболее популярным инструментом среди инвесторов на срочном рынке РТС являлись фьючерс на индекс РТС, на курс руб./долл. США, за ним — контракты на акции ОАО «Газпром» и «ЛУКОЙла». Наиболее популярными среди опционов стали опционы на фьючерсные контракты на индекс РТС и фьючерсы на акции ОАО «Газпром».

В 2008 г. на рынке *FORTS* появилось несколько новых инструментов. Одним из них стал введенный с 19 мая 2008 г. фьючерс «Акции компаний электроэнергетической отрасли» с исполнением 15 декабря 2008 г., направленный на поддержание ликвидности акций электроэнергетических компаний после прекращения торгов РАО «ЕЭС России» на биржевом рынке 6 июня. При этом базовым активом фьючерса с 1 июля являлась «корзина» из 23 акций компаний, выде-

Таблица 3.8

Структура торгов срочными биржевыми контрактами
по базовым активам (млрд руб.)*

Инструмент	2009					2010				
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	
Фондовые фьючерсы	1105,19	1792,97	1599,67	1262,03	1137,47	1699,73	1832,89	2040,64	2401,68	
В том числе:										
на отдельные акции	252,34	319,66	231,05	188,59	129,36	183,56	210,63	197,20	272,21	
на фондовые индексы	852,85	1473,31	1368,63	1073,44	1008,11	1516,17	1622,26	1843,44	2129,47	
Валютные фьючерсы	186,38	148,15	163,61	272,35	132,34	192,65	218,85	193,19	357,94	
В том числе:										
на курс доллара США к рублю	134,02	118,65	117,99	191,66	103,52	126,67	152,60	126,54	263,21	
на курс евро к доллару США	47,95	25,42	40,31	73,52	26,57	61,21	60,13	62,91	87,33	
на курс евро к рублю	3,24	1,63	2,15	5,81	0,66	1,87	3,48	1,51	3,77	
прочие	1,17	2,46	3,16	1,36	1,59	2,91	2,64	2,23	3,63	
Товарные фьючерсы	18,73	21,16	30,77	30,86	22,78	31,19	35,83	35,75	34,87	
Пропентные фьючерсы	0,77	1,36	2,22	2,29	0,71	0,01	0,53	0,06	0,86	
Опционы	70,90	72,85	79,25	49,04	39,49	56,79	68,79	83,62	127,58	
В том числе:										
фондовые	63,53	58,60	63,61	46,11	37,00	55,76	61,32	79,19	124,43	
валютные	7,23	13,99	15,25	2,43	2,19	0,84	7,13	4,27	2,65	
товарные	0,15	0,27	0,39	0,50	0,30	0,19	0,33	0,17	0,50	
Всего	1381,98	2036,49	1875,52	1616,58	1332,79	1980,37	2156,90	2353,26	2922,93	

* По данным РТС (FORTS), ММВБ, ФБ ММВБ, СПББ и биржи «Санкт-Петербург».

ляемых из РАО «ЕЭС России», а именно: ОГК-1, ОГК-2, ОГК-3, ОГК-4, ОГК-6, ТГК-1, ТГК-2, ТГК-4, ТГК-6, ЮГК ТГК-8, ТГК-9, ТГК-10, ТГК-11, ТГК-14, Волжская ТГК, Енисейская ТГК, «Мосэнерго», «Кузбассэнерго», ФСК, ГидроОГК, ИНТЕР РАО «ЕЭС Холдинг», Холдинг МРСК и РАО «Энергетические системы Востока».

Современные тенденции развития рынка фьючерсных контрактов и рынка опционов на фьючерсные контракты представлены на рис. 3.6 и 3.7.

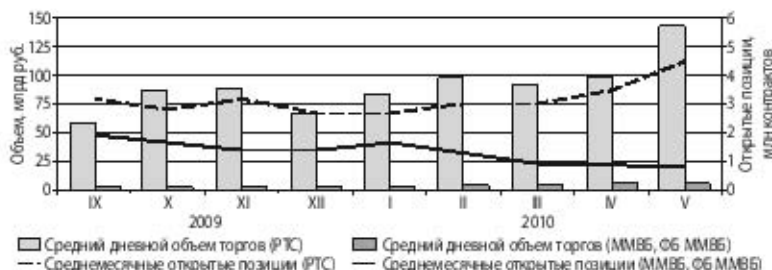


Рис. 3.6. Динамика объемов операций с фьючерсными контрактами

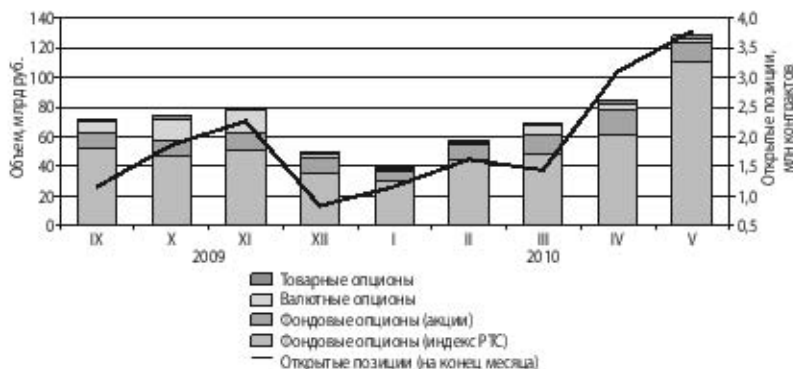


Рис. 3.7. Динамика объемов операций с опционами на фьючерсные контракты в РТС

Наиболее проблемной точкой российского фондового рынка является то, что прибыль от финансовых вложений здесь существенно превышает рентабельность производственных активов — основных средств и оборотных активов. В результате, вместо того чтобы привлекать инвестиции на создание новых производственных мощностей, рынок ценных бумаг периодически начинает играть роль «насоса», выкачивающего ресурсы из реальной экономики. Высокая доходность вложений на таком рынке обеспечивается преимущественно за счет

ресурсов вновь приходящих инвесторов, в меньшей степени — роста прибыли эмитентов. Между тем, подчеркивая связь между инвестициями и экономическим ростом, лауреат Нобелевской премии по экономике П. Самуэльсон отмечал, что «инвестиции... осуществляются только тогда, когда создается реальный капитал»¹.

Другими словами, генератором экономического роста выступает именно реальный капитал, накоплению которого российский фондовый рынок способствует крайне мало.

В 1996–2009 гг. из 14 лет только в трех годах (1998, 2000 и 2008) доходность вложений в акции оказывалась существенно ниже, чем рентабельность основных фондов.

Вот как комментирует вопрос о доходности операций на финансовых рынках основатель и руководитель одной из крупнейших российских компаний — инвестиционной банковской группы «Тройка Диалог» Р.К. Варданын: «...Признаемся, в России она была запредельной, в нашей индустрии доходность на уровне 30–35% годовых считалась нормальной...»²

Еще более значимая проблема развития фондового рынка, являющаяся непосредственным следствием его высокого риска: фондовый рынок России остается непривлекательным для наиболее капитализированных консервативных инвесторов, прежде всего западных пенсионных фондов. Для понимания причин этого следует обратиться к опыту крупнейшего пенсионного фонда США — *California Public Employees' Retirement System (CalPERS)*, стоимость резервов которого составляет около 200 млрд долл. До 2007 г. в течение многих лет *CalPERS* применял методику составления рейтинга развивающихся рынков с точки зрения возможности инвестирования в них собственных активов. Данная методика была публичной и опиралась на исследования авторитетных организаций, включая *Freedom House*, *World Economic Forum*, *Oxford Analytica*, *The Heritage Foundation* и *Wall Street Journal*, и многих других исследовательских центров. Методика *CalPERS* предполагала оценку возможности инвестирования в развивающиеся рынки исходя из двух групп факторов — страновых рисков и рисков, присущих конкретному финансовому рынку. Страновые риски оценивались *CalPERS* по следующим критериям:

- политическая стабильность — состояние гражданских свобод, степень независимости судебной системы и политического риска;
- информационная открытость, включая оценку свободы прессы, уровня раскрытия информации о денежной политике и бюджете,

¹ Самуэльсон П.Э., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. 16-е изд. — М.: Вильямс, 2005. С. 389.

² Рушайло И., Варданын Р. Нас ждет большая волатильность и отсутствие существенного роста // Коммерсантъ Деньги. 2010. № 6 (15–21 февраля). С. 16.

качества листинга фондовых бирж и эффективности применения Международных стандартов финансовой отчетности (МСФО);

- соответствие трудового законодательства требованиям международных стандартов регулирования трудовых отношений — ратификация Конвенции МОТ, соответствие законодательства о труде стандартам МОТ, эффективность правоприменения.

Иными словами, страновые риски предполагают оценку инвестиционного климата и институтов как основ финансовых рынков.

Вторая группа критериев предполагала оценку количественных и качественных параметров развивающихся рынков капитала, включая следующие показатели:

- ликвидность и волатильность фондового рынка, в том числе оценка рыночной капитализации и темпов ее роста, коэффициента, характеризующего отношение ежемесячных оборотов биржевых торгов к рыночной капитализации, роста числа компаний, включенных в листинг, волатильности рынка акций и коэффициентов риск/доходность;
- оценка эффективности банковского надзора и правоприменения на фондовом рынке, уровня защиты прав кредиторов и акционеров;
- оценка степени открытости экономики для иностранных инвестиций, либеральности режима регулирования банков и финансовых институтов, ограничений на покупку ценных бумаг;
- оценка эффективности механизмов расчетов на фондовом рынке и уровня транзакционных, преимущественно налоговых, издержек при совершении сделок на рынке ценных бумаг и выплате доходов их владельцам.

Максимальная оценка, которую мог получить тот или иной рынок, равна 3,0. Если страна получила оценку 2,0 и более, она попала в список рынков, разрешенных для инвестирования активов *CalPERS*. В ином случае рынок той или иной страны относился к категории запрещенных к инвестированию активов данного пенсионного фонда. В 2007 г. *CalPERS* изменил методiku принятия решений об инвестировании в развивающиеся рынки. Управляющим портфелями было предоставлено право самостоятельно выбирать компании из развивающихся рынков для инвестирования с учетом рисков, присущих разным странам и фондовым рынкам. Однако даже с учетом изменений в порядке принятия инвестиционных решений в 2007–2009 гг. *CalPERS* так и не инвестировал в ценные бумаги российских эмитентов. Это свидетельствует о том, что де-факто подходы данного фонда к анализу российского фондового рынка не изменились.

5. Инвестирование пенсионных накоплений в системе обязательного пенсионного страхования

С проведением в России пенсионной реформы появился еще один сегмент финансового национального рынка — сегмент пенсионных

накоплений, образованный в результате выделения накопительной части пенсий граждан страны. К новациям пенсионной реформы, сформировавшим новое видение пенсионной системы в России, относятся:

- создание трехуровневой модели выплаты пенсий, современная пенсионная система представлена тремя видами пенсионных выплат — обязательной, страховой и накопительной;
- создание управляющих компаний, осуществляющих доверительное управление накопительной составляющей пенсионных выплат, обусловленное новой структурой пенсионных выплат. К этим компаниям относятся ГУК и ЧУК¹;
- несколько ранее пенсионной реформы на финансовом пространстве сформировался новый финансовый посредник — негосударственные пенсионные фонды (НПФ), аккумулирующие как и ПФР, все виды пенсионных выплат (следует отметить, что в 2008 г. этим занимались только 106 из 130 НПФ).

Поведение этого рынка в условиях финансового кризиса столь же противоречиво, как и всех финансовых рынков. Так, на протяжении 2008 г. стоимость активов в накопительной составляющей пенсионной системы некоторым образом снижалась, это снижение составило по результатам года около 0,3%. Представим данные, отражающие стоимость активов, формируемых на этом сегменте финансового рынка (табл. 3.9).

Таблица 3.9

Стоимость активов в накопительной составляющей обязательной пенсионной системы, 2007–2008 гг. (млрд руб.)*

<i>Дата</i>	<i>Стоимость активов, переданных в управление ГУК</i>	<i>Стоимость активов, переданных в управление ЧУК</i>	<i>Стоимость активов, переданных управляющим компаниям (всего)</i>	<i>Пенсионные накопления в НПФ</i>	<i>Итого</i>
01.01.2007	267,1	9,2	267,1	9,96	286,2
01.10.2007	329	9,4	340,1	25,55	365,65
01.01.2008	375,1	11,1	375,1	26,6	401,9
01.10.2008	360,6	10,55	360,6	39,92	400,5
01.01.2009	343,1	27,3	370,4	40,23	410,63

* По данным сайта ПФР pfrf.ru

¹ ЧУК — частная управляющая компания, ГУК — государственная управляющая компания, НПФ — негосударственный пенсионный фонд, ПФР — Пенсионный фонд России.

Более половины средств пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении ЧУК по договорам с ПФР, сконцентрировано в пяти компаниях. На долю лидеров — УК «Пенсионный резерв» и УК «Росбанк» приходится соответственно 13,8 и 12,6% общей суммы пенсионных накоплений, находящихся в доверительном управлении ЧУК. На долю 10 самых мелких инвестиционных портфелей в сумме приходится 0,3% совокупного портфеля ЧУК. Средний размер инвестиционного портфеля под управлением ЧУК составил 198 млн руб. По состоянию на середину 2008 г. 53% действующих НПФ имели право на осуществление деятельности по обязательному пенсионному страхованию. Сумма пенсионных накоплений, приходящаяся на один НПФ, составила в 2008 г. 406 тыс. руб., что пока несопоставимо ниже средних значений этого показателя в странах ОЭСР (12 тыс. долл. США).

Теперь рассмотрим инвестиционную деятельность управляющих компаний. Структура инвестиционного портфеля крупнейшей ГУК — Внешэкономбанка представлена в табл. 3.10.

Таблица 3.10

Структура инвестиционного портфеля ГУК (Внешэкономбанка) (в %)

<i>Структура портфеля инвестиций</i>	<i>Конец 2007 г.</i>	<i>Конец 2008 г.</i>
Государственные ценные бумаги, руб.	84,3	95,1
Государственные ценные бумаги в инвалюте	4,3	0,8
Средства в кредитных организациях, руб.	9,9	2,8
Прочие	1,5	1,3

Представим структуру инвестиционного портфеля ЧУК (табл. 3.11).

Таблица 3.11

Структура инвестиционного портфеля ЧУК (в %)

<i>Структура портфеля инвестиций</i>	<i>Конец 2007 г.</i>	<i>Конец 2008 г.</i>
Облигации российских хозяйственных обществ	38,8	48,3
Акции	30,2	18,1
Государственные ценные бумаги РФ	4,6	2,5
Субфедеральные облигации	11,2	11,4
Муниципальные облигации	1,5	2,2
Средства на счетах кредитных организаций	1,9	0,6
Депозиты	7,3	10,1
Прочие	4,4	6,9

Доля акций в агрегированном инвестиционном портфеле ЧУК за первое полугодие 2008 г. снизилась на 21,2% (с 30,2% на конец

2007 г. до 23,8% на конец II квартала 2008 г. и 18,1% на конец года). Индекс акций ММВБ-1043, который в первом приближении дает представление о динамике цен на российские «голубые фишки», за тот же период снизился только на 8,85%. Такое соотношение позволяет сделать вывод, что доля акций в агрегированном инвестиционном портфеле ЧУК понизилась не только в силу снижения рыночной стоимости акций, но и в результате изменений в инвестиционной политике ЧУК, направленной на снижение доли активов с переменным доходом. Портфель начал приобретать черты, присущие весьма консервативному портфелю, — более 80% стоимости активов приходилось на инструменты с постоянной доходностью. При этом среди инструментов с постоянной доходностью в наибольшей степени увеличилась доля «прочих активов», в которых основная часть приходится на долю денежных средств на счетах у брокеров.

Таким образом, традиционное для инвесторов «бегство в качество» в условиях развивающегося кризиса если и проявилось, то имело своеобразную форму. Наименее рискованным активам ЧУК предпочли денежные средства на счетах брокеров в кредитных организациях, а не государственные ценные бумаги, доля которых сократилась, или банковские депозиты, доля которых хотя и выросла на 1,2 п.п., но оставалась вдвое более низкой по сравнению с предельным значением, установленным законодательством.

Доходность пенсионных накоплений, инвестированных ГУК, по результатам первой половины 2008 г. составила 4,85%, что лучше, чем результат I квартала, но ниже уровня ставок по ОФЗ в этот период. В III и IV кварталах стоимость чистых активов упала на 1%.

Доходность инвестирования ГУК за 2008 г. составила $-0,46\%$ в номинальном выражении, или $-12,1\%$ в реальном выражении. Если сравнить этот показатель с результатами пенсионных фондов других стран за 2008 г., можно сделать вывод, что потери ГУК пока меньше, чем в большинстве стран ОЭСР.

Номинальная доходность агрегированного инвестиционного портфеля ЧУК за первую половину 2008 г. составила $-6,2\%$ в годовом выражении (относительно средней стоимости чистых активов, рассчитанной в соответствии с требованиями ст. 16 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»). Доходности отдельных инвестиционных портфелей колебались от 7,2 до $-21,3\%$ годовых. Положительную доходность показали только 14 инвестиционных портфелей под управлением ЧУК. При этом наблюдалась достаточно высокая отрицательная корреляция между долей акций в инвестиционных портфелях и доходностью ($-73,7\%$).

6. Денежный рынок

Денежный рынок в России имеет собственную индикативную палитру, в состав которой входят его основные индикаторы (табл. 3.12).

Таблица 3.12

Основные индикаторы денежного рынка*

Индикатор	Значение		
Курсы валют: доллар США евро	На 6.02.2010: 30,4666 41,7179		
Драгоценные металлы: золото серебро платина палладий	Учетные цены с 6.02.2010, руб./г: 1030,70 15,80 1446,76 379,08		
Ставки межбанковского кредитного рынка, %: <i>MIBID</i> на 08.02.2010 <i>MIBOR</i> на 08.02.2010 <i>MIACR</i> на 05.02.2010	1 день:	2–7 дней:	8–30 дней:
	3,37	3,95	4,51
	4,40	5,01	5,89
	3,81	3,75	4,51
<i>MosPrime Rate</i> , % на 5.02.2010	1 день 4,19	1 мес. 5,28	3 мес. 5,93
Ставка рефинансирования ЦБ РФ, %, на 5.02.2010	8,75		
Макроэкономические индикаторы: денежная база, млрд руб. денежная масса (M2), млрд руб. международные резервы	На 6.02.2010: 6467,3 15697,7 435,830		

* По данным сайта ЦБ РФ — www.cbr.ru

Каждый индикатор этого рынка имеет определенную специфику формирования и развития. Рассмотрим некоторые позиции по формированию и динамике индикаторов этого рынка.

6.1. Валютный рынок

Рынок валют нормативно регулируется Положением об установлении и опубликовании Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю. Выдержки из этого Положения представлены ниже.

1. Банк России устанавливает официальные курсы иностранных валют по отношению к рублю ежедневно (по рабочим дням) или ежемесячно без обязательства Банка России покупать или продавать указанные валюты по установленному курсу.

2. Перечни иностранных валют, официальные курсы которых по отношению к рублю устанавливаются Банком России, публикуются

в «Вестнике Банка России» и в представительстве Банка России в сети Интернет (www.cbr.ru).

3. Официальный курс доллара США по отношению к рублю рассчитывается и устанавливается Банком России на основе котировок межбанковского внутреннего валютного рынка по операциям «доллар США — рубль» в соответствии с методикой определения официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю, утвержденной распоряжением Банка России.

4. Официальный курс СДР (специальных прав заимствования) по отношению к рублю рассчитывается и устанавливается Банком России на основе официального курса доллара США по отношению к рублю, определенного в соответствии с п. 3 Положения об установлении и опубликовании Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю, и последнего значения курса СДР к доллару США, установленного Международным валютным фондом.

5. Официальные курсы других иностранных валют по отношению к рублю рассчитываются и устанавливаются Банком России на основе официального курса доллара США по отношению к рублю, определенного в соответствии с п. 3 Положения об установлении и опубликовании Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю, и котировок данных валют к доллару США на международных валютных рынках, на межбанковском внутреннем валютном рынке, а также официальных курсов доллара США к указанным валютам, устанавливаемых центральными (национальными) банками соответствующих государств.

6. Официальными курсами национальных валют стран — участниц Экономического и валютного союза по отношению к рублю являются курсы, рассчитанные на основе официального курса евро по отношению к рублю, устанавливаемого Банком России, с использованием соответствующих коэффициентов пересчета данных валют в евро, зафиксированных решениями Совета Европейского союза от 31 декабря 1998 г. № 2866/98/ЕС и от 19 июня 2000 г. № 1478/2000/ЕС, в порядке, приведенном в приложении к Положению об установлении и опубликовании Центральным банком Российской Федерации официальных курсов иностранных валют по отношению к рублю.

6.2. Рынок драгметаллов

На данном рынке обращаются золото, серебро, палладий и платина. На этом рынке оперируют учетными ценами, которые рассчитываются в соответствии с указанием Банка России от 28 мая 2003 г. № 1283-У «О порядке установления Банком России учетных цен на аффинированные драгоценные металлы».

Рассмотрим динамику учетных цен на золото, поскольку именно этот представитель рынка драгметаллов является инструментом, обладающим фундаментальным спросом в условиях экономического кризиса (рис. 3.8).

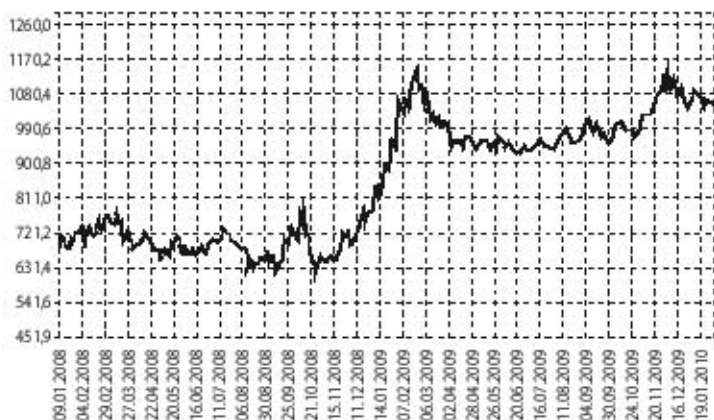


Рис. 3.8. Динамика учетных цен на золото

6.3. Рынок банковских кредитов

Индикаторами этого рынка являются процентные ставки — *MIBID*, *MIBOR*, *MIACR*, *MosPrime Rate*¹ и ставка рефинансирования.

Рассмотрим информацию по состоянию ставки *MIACR* и ставки рефинансирования (табл. 3.13 и 3.14).

Все ставки рассчитываются как средневзвешенные по объемам фактических сделок по предоставлению межбанковских кредитов кредитными организациями.

Переходим к макроэкономическим индикаторам денежного рынка (денежная база, денежная масса и международные резервы). Денежный рынок — категория, жестко регулируемая Банком России, инструментами регулирования являются важнейшие макроиндикаторы этого рынка, их состав и состояние представлены в табл. 3.15–3.16.

¹ *MosPrime Rate (Moscow Prime Offered Rate)* — индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском денежном рынке. Данный показатель формируется Национальной валютной ассоциацией на основе объявляемых 10 банками — ведущими операторами рынка МБК депозитных ставок сроками «overnight», 1 неделя, 2 недели, 1, 2, 3 и 6 месяцев. Срок кредитования отсчитывается от даты завтра («tomorrow»), за исключением ставки «overnight».

Индикативная ставка *MosPrime Rate* публикуется каждый рабочий день в 12:30 по московскому времени на страницах <MOSPRIME1>, <MOSPRIME=> в системе Рейтерс и на сайте НВА.

Более подробная информация об индикативной ставке *MosPrime Rate* представлена на сайте Национальной валютной ассоциации www.nva.ru.

Таблица 3.13

**Фактические ставки по предоставленным кредитам
(MIACR — Moscow InterBank Actual Credit Rate)
(в % годовых для рублевых кредитов)**

Дата	Срок кредита					
	1 день	от 2 до 7 дней	от 8 до 30 дней	от 31 до 90 дней	от 91 до 180 дней	от 181 дня до 1 года
11.01.2010	2,99	4,08	5,00	—	—	—
12.01.2010	2,95	4,63	—	5,25	—	—
13.01.2010	3,34	4,73	—	—	—	—
14.01.2010	3,56	3,80	—	—	—	—
15.01.2010	4,23	3,98	4,50	17,00	—	—
18.01.2010	3,38	4,11	4,50	5,75	—	—
19.01.2010	3,57	4,82	—	7,50	—	—
20.01.2010	4,14	4,58	—	6,50	—	—
21.01.2010	4,04	4,51	5,00	—	—	—
22.01.2010	5,40	5,23	—	15,00	—	—
25.01.2010	5,25	5,38	6,50	16,00	—	—
26.01.2010	4,43	4,99	—	—	—	—
27.01.2010	4,42	5,56	6,50	—	—	—
28.01.2010	4,26	5,17	—	—	—	—
29.01.2010	4,11	4,20	—	5,88	—	—
01.02.2010	3,75	4,81	—	—	—	—
02.02.2010	3,75	4,48	—	—	—	—
03.02.2010	3,71	4,17	—	—	—	—
04.02.2010	3,65	3,91	5,15	—	—	—
05.02.2010	3,81	3,75	4,51	—	—	—

Международные резервы представляют собой высококачественные финансовые активы, находящиеся в распоряжении Банка России и Правительства Российской Федерации по состоянию на отчетную дату. Международные резервы складываются из активов в иностранной валюте, монетарного золота, специальных прав заимствования (СДР), резервной позиции в МВФ и других резервных активов. В категорию активов в иностранной валюте входят валютные активы Банка России и Правительства Российской Федерации в форме наличной иностранной валюты; остатков средств на корреспондентских счетах и депозитов до востребования в банках-нерезидентах; депозитов в банках-нерезидентах с первоначальным сроком погашения до 1 года включительно; ценных бумаг, выпущенных нерезидентами; прочих финансовых требований к нерезидентам с первоначальным сроком

Таблица 3.14

Ставка рефинансирования Центрального банка Российской Федерации

<i>Период действия</i>	<i>%</i>	<i>Нормативный документ</i>
1 июня 2010 г. —	7,75	Указание Банка России от 31 мая 2010 г. № 2450-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 апреля — 31 мая 2010 г.	8	Указание Банка России от 29 апреля 2010 г. № 2439-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
29 марта 2010 г. — 29 апреля 2010 г.	8,25	Указание Банка России от 26 марта 2010 г. № 2415-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
24 февраля 2010 г. — 28 марта 2010 г.	8,5	Указание Банка России от 19 февраля 2010 г. № 2399-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
28 декабря 2009 г. — 23 февраля 2010 г.	8,75	Указание Банка России от 25 декабря 2009 г. № 2369-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
25 ноября 2009 г. — 27 декабря 2009 г.	9	Указание Банка России от 24 ноября 2009 г. № 2336-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 октября 2009 г. — 24 ноября 2009 г.	9,5	Указание Банка России от 29 октября 2009 г. № 2313-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
30 сентября 2009 г. — 29 октября 2009 г.	10	Указание Банка России от 29 сентября 2009 г. № 2299-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
15 сентября 2009 г. — 29 сентября 2009 г.	10,5	Указание Банка России от 14 сентября 2009 г. № 2287-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
10 августа 2009 г. — 14 сентября 2009 г.	10,75	Указание Банка России от 07 августа 2009 г. № 2270-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
13 июля 2009 г. — 9 августа 2009 г.	11	Указание Банка России от 10 июля 2009 г. № 2259-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
5 июня 2009 г. — 12 июля 2009 г.	11,5	Указание Банка России от 04 июня 2009 г. № 2247-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
14 мая 2009 г. — 4 июня 2009 г.	12	Указание Банка России от 13 мая 2009 г. № 2230-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
24 апреля 2009 г. — 13 мая 2009 г.	12,5	Указание Банка России от 23 апреля 2009 г. № 2222-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»

<i>Период действия</i>	<i>%</i>	<i>Нормативный документ</i>
1 декабря 2008 г. — 23 апреля 2009 г.	13	Указание Банка России от 28 ноября 2008 г. № 2135-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
12 ноября 2008 г. — 30 ноября 2008 г.	12	Указание Банка России от 11 ноября 2008 г. № 2123-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
14 июля 2008 г. — 11 ноября 2008 г.	11	Указание Банка России от 11 июля 2008 г. № 2037-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
10 июня 2008 г. — 13 июля 2008 г.	10,75	Указание Банка России от 09 июня 2008 г. № 2022-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
29 апреля 2008 г. — 9 июня 2008 г.	10,5	Указание Банка России от 28 апреля 2008 г. № 1997-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
4 февраля 2008 г. — 28 апреля 2008 г.	10,25	Указание Банка России от 01 февраля 2008 г. № 1975-У «О размере ставки рефинансирования Банка России»
19 июня 2007 г. — 3 февраля 2008 г.	10	Телеграмма Банка России от 18 июня 2007 г. № 1839-У

Таблица 3.15

Денежная база в широком определении в 2010 г. (млрд руб.)

<i>Показатель</i>	<i>Значение на 01.01.2010</i>
Денежная база (в широком определении)	6467,3
Наличные деньги в обращении с учетом остатков средств в кассах кредитных организаций*	4622,9
Корреспондентские счета кредитных организаций в Банке России**	900,3
Обязательные резервы***	151,4
Депозиты кредитных организаций в Банке России	509,0
Облигации Банка России у кредитных организаций****	283,7

* Без учета наличных денег в кассах учреждений Банка России.

** Счета в валюте Российской Федерации, включая остатки средств ОРЦБ.

*** По привлеченным кредитными организациями средствам на счетах в валюте Российской Федерации и в иностранной валюте.

**** По рыночной стоимости.

Таблица 3.16

Денежная масса М2 (национальное определение) в 2010 г. (млрд руб.)

Дата	Денежная масса М2*			Темпы прироста денежной массы, %
	Всего	В том числе		
		наличные деньги (МО)	безналичные средства	к предыдущему месяцу
01.01.2010	15 697,7	4 038,1	11 659,7	10,4

* Денежный агрегат М2 представляет собой объем наличных денег в обращении (вне банков) и остатков средств в национальной валюте на счетах нефинансовых организаций, финансовых (кроме кредитных) организаций и физических лиц, являющихся резидентами Российской Федерации.

погашения до 1 года включительно. В категории «другие резервные активы» учитываются средства в форме обратных РЕПО. Часть Резервного фонда и Фонда национального благосостояния, номинированная в иностранной валюте и размещенная на счетах в Банке России, перераспределяется Банком России в иностранные финансовые активы, которые являются составной частью международных резервов Российской Федерации. В активы Российской Федерации в иностранной валюте не включаются средства, размещенные в банках-резидентах, и ценные бумаги, служащие обеспечением по сделкам прямого РЕПО.

Состояние международных резервов представлено в табл. 3.17.

Таблица 3.17

Международные резервы Российской Федерации в 2010 г.
(млн долл. США)

Дата	Международные резервы	В том числе				
		резервные активы в иностранной валюте	СДР	резервная позиция в МВФ	золото	другие резервные активы
01.01.2010	439 034	398 871	8901	1927	22 382	6954
01.02.2010	435 830	392 353	8826	1911	22 316	10 425

Анализ структуры российского финансового рынка выявил специфику ее функционирования, что не противоречит нормам функционирования финансовых систем. Данная структура характеризуется в блоке инфраструктуры финансовой системы и на сайтах ММВБ и РТС.

Первая попытка всестороннего анализа финансовых систем, в том числе и рынков капитала в развивающихся и развитых странах по всему миру, была проведена в 2008 г. Всемирным экономическим форумом (WEF). Россия по уровню развития финансового рынка занимает

36-е место в мире (респондентов анализа — 52 государства). Такие данные приводятся в рамках «*The Financial Development Report 2008*», исследования, проведенного Всемирным экономическим форумом.

Представим результаты исследования, отразив позиции стран с развитыми финансовыми рынками мира (табл. 3.18).

Таблица 3.18

Индекс развития финансовых рынков мира

Место	Страна	Балл
1	США	5,85
2	Великобритания	5,83
3	Германия	5,28
4	Япония	5,28
5	Канада	5,26
6	Франция	5,25
7	Швейцария	5,23
8	Гонконг	5,23
9	Нидерланды	5,22
10	Сингапур	5,15

Масштабное исследование *WEF* содержит исчерпывающую информацию по ключевым финансовым показателям 52 стран по итогам 2007 г. Согласно методологии исследования более 120 индикаторов состояния экономики были разбиты на семь групп:

- институциональная среда;
- бизнес-среда;
- финансовая стабильность;
- банковская сфера;
- небанковская сфера;
- инвестиционный климат;
- финансовый рынок и его масштабы.

Каждая группа показателей при расчете индекса имела одинаковый вес — 14,29%. Максимальная величина балла развития финансовых рынков составляла 7 ед. Россия в общем зачете набрала 3,4 балла из 7 возможных. Ничего удивительного, ведь по показателям банковской системы Россия занимает 45-е место, по уровню развития финансовых рынков — 41-е, по уровню развития институциональной среды — 48-е место, в десятку лидеров Россия входит только по небанковской сфере. Более пристальный анализ результатов исследования выявляет, что по некоторым индикаторам институциональной среды, таким, например, как защита прав миноритариев, Россия находится на 51-м месте (всего исследовались 52 страны), хуже только в Украине.

Как следует из табл. 3.18, возглавляют рейтинг США, набрав 5,85 балла, что закономерно, поскольку они относятся к странам с самым высоким уровнем развития рыночных сил. Вторую строчку занимает Великобритания, отстав от США лишь на 0,02 балла, что подтверждает правомерность существования единой англо-американской модели развития рынков. На 3-м и 4-м местах, набрав одинаковое количество баллов (5,28), расположились Германия и Япония, что также соответствует практике.

В тройку аутсайдеров рейтинга попали: Венесуэла, Украина и Нигерия, набравшие менее 3 баллов. Россию от них отделяет всего 0,69 балла. Вполне вероятно, что кризис 2008 г. обновит список аутсайдеров, и вероятность попадания России в этот список чрезвычайно высока, что прежде всего связано с факторами институциональной среды.

Подводя итоги исследования, глава *WEF* в США Кевин Штейнберг объяснил его актуальность и значение: «Мы надеемся, что доклад направит внимание на ключевую роль финансовой системы в стимулировании экономического развития и станет стимулом проведения реформ и преобразований».

Это высказывание — еще одно свидетельство значения финансовой системы в современном мире, и в этом контексте недостатки российской финансовой системы очевидны.

В России рынок ценных бумаг практически не решает проблем инвестирования в реальный сектор экономики. Так, главными источниками финансирования основных средств компаний реальной экономики остаются их собственные накопления, помощь государства, внебюджетные фонды и кредиты банков. На их долю в 2009 г. приходилось 68% всех источников инвестиций в основные фонды. В течение 2000-х гг. доля средств, привлекаемых с помощью эмиссии облигаций и акций, в источниках финансирования основного капитала колебалась в диапазоне от 0,1% в 2001 г. до 3,4% в 2005 г. В 2008 и 2009 гг. данный показатель составлял соответственно 0,7 и 0,8%.

Проблемой российской экономики с точки зрения перспектив ее модернизации является слабость индустрии фондов прямых инвестиций (*private equity*) и венчурных фондов. Данные категории фондов, работающих с российскими компаниями, можно подразделить на фонды, созданные в офшорных зонах за рубежом (*Svarog Capital Advisors, Russia Partners, Delta Private Equity Partners, Baring Vostok Capital* и др.), и закрытые паевые инвестиционные фонды, осуществляющие деятельность на основании Федерального закона «Об инвестиционных фондах». По состоянию на середину 2009 г., по оценкам журнала «Финанс», стоимость первой группы фондов составляла около 3 млрд

долл., второй, по данным Национальной лиги управляющих, — около 75 млрд руб.¹

О причинах слабого уровня развития фондов прямых инвестиций в России говорят результаты опроса 72 инвесторов глобальных фондов прямых инвестиций, проводимого международной аудиторской компанией *KPMG* с декабря 2008 по февраль 2009 г.

На вопрос о том, выглядит ли Россия более привлекательной для вас, чем другие страны БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай), 58% респондентов ответили отрицательно. Среди главных причин, препятствующих сделкам данных фондов в России в 2009–2010 гг., инвесторы назвали: макроэкономическую нестабильность — 89% опрошенных; законодательные/регуляторные ограничения — 30; нереалистичные ценовые ожидания вендоров — 23; политические риски — 16; недостаток квалифицированных управляющих — 16%. К этому стоит лишь добавить, что рынок сделок *private equity* в настоящее время «монополизирован» крупными олигархическими корпорациями. Это затрудняет вхождение в него независимых рыночных структур, включая крупнейшие глобальные фонды прямых инвестиций, и искусственным образом сдерживает конкуренцию в данной сфере и привлечение современных зарубежных технологий.

Что касается закрытых ПИФов прямых инвестиций, то перспективы их развития пока под сомнением. В соответствии с законодательством об инвестиционных фондах любая информация о ПИФах прямых инвестиций как фондов, предназначенных лишь для квалифицированных инвесторов, в конце 2009 г. перестала быть публичной². Согласно требованиям ФСФР России фондовые биржи создают специализированные секции торгов для квалифицированных инвесторов, участникам которых будет доступна информация о таких фондах. В этой ситуации непонятно, как будут узнавать о действующих и новых ПИФах прямых инвестиций их потенциальные инвесторы, не имеющие статуса «квалифицированных», включая иностранных инвесторов. Данные фонды оказались вне поля зрения аналитиков и специалистов из академических институтов. Введенные ФСФР России искусственные информационные барьеры о деятельности ПИФов прямых инвестиций приведут лишь к резкому снижению интереса к ним потенциальных инвесторов, что отрицательно скажется на перспективах развития данных фондов в России.

¹ Головин А. Прямые инвестиции при смерти // Финанс. 2009. № 27–28 (310–311). 27 июля — 16 августа.

² В настоящее время согласно требованиям ФСФР России закрытые ПИФы прямых инвестиций отнесены к категории фондов для квалифицированных инвесторов, реклама которых запрещена. По этой причине публичные информационные ресурсы о ПИФах www.nlu.ru и www.investfunds.ru прекратили публикацию статистики о данной категории ПИФов.

Созданию и развитию частных фондов прямых инвестиций и венчурных фондов в России также препятствует отсутствие государственной стратегии инновационного развития. В настоящее время в стране, по данным Министерства образования и науки, зарегистрировано более 80 технопарков, еще больше инновационно-технических центров, более 100 центров трансфера технологий, 10 национальных инновационно-аналитических центров, 86 центров научно-технической информации, свыше 120 бизнес-инкубаторов, 15 центров инновационного консалтинга, а также другие организации инновационной инфраструктуры. Такое изобилие инновационных структур трудно признать разумным. Дальнейшее развитие системы инноваций требует создания централизованных структур с их региональными представительствами, которые бы взяли на себя функции по координации усилий многочисленных структур по содействию продвижению новых технологий в экономику, а также раскрытию информации о возможностях инновационных организаций для предприятий разного профиля.

3.2. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТИТУТЫ, ИЛИ ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ

Организации, «соединяющие» финансовые потребности заемщиков и кредиторов посредством размещения у себя средств кредиторов и предоставления в дальнейшем их заемщикам, являются **финансовыми посредниками, или финансовыми институтами**.

Важнейшими причинами возникновения этих структур являются специализация и рост масштабов бизнеса, которые предоставляют финансовым посредникам не только благоприятные возможности для получения прибыли, но также создают ниши для фирм, специализирующихся на оказании определенных финансовых услуг для компаний. Финансовые посредники отличаются от других фирм тем, что подавляющее большинство их активов и обязательств являются финансовыми. Экономический смысл существования финансовых посредников состоит в следующем:

- объединение в общий фонд средств мелких инвесторов и получение возможности предоставления значительных ссуд крупным заемщикам;
- возможность предоставления ссуд большому количеству заемщиков и диверсификации собственного портфеля;
- совершенствование профессионализма благодаря объему сделок;
- появление эффекта роста масштаба финансовой индустрии и новых возможностей для оценки и мониторинга риска.

Финансовые посредники национальных финансовых рынков чаще всего создаются по типу и подобию посредников международного финансового рынка. К ним относятся:

Международные организации (МВФ, МБРР и т.д., работают по иным условиям, нежели все остальные участники мирового финансового рынка).

Трастовые компании, которые оказывают услуги по управлению определенными активами клиентов (управление пакетами ценных бумаг, управление по доверенности, агентские фонды). Фонды таких компаний составляют:

- акционерный капитал самих трастовых компаний;
- гарантийные фонды, принятые к управлению по доверенности;
- наследственные фонды (фонды, управляемые по завещанию собственника в интересах наследника).

Суть понятия «траст» в рамках зарубежного законодательства заключается в следующем: одно лицо — учредитель траста — передает свое имущество другому лицу (управляющему траста или доверительному собственнику), с тем чтобы последний владел активами, обособленными от частной собственности учредителя траста (так называемый трастовый фонд), а также заключал сделки с этими активами в интересах другого лица (бенефициара) или для осуществления какой-либо цели, оговоренной в трасте.

На практике выделяются две основные цели учреждения и использования траста:

- траст — средство для того, чтобы обезопасить свои активы (учредитель теряет право собственности, а вместе с этим кредиторы теряют возможность предъявления претензий, направленных именно на эти активы);
- траст — практически идеальная альтернатива завещанию, так как при учреждении траста допускается существование нескольких бенефициаров (как и трастовых управляющих), в пользу которых и распределяется это имущество (как частями — при жизни учредителя, так и после его смерти).

Но при наличии названных плюсов в институте траста есть, конечно, и свои если не сказать минусы, то ограничения. Так, к примеру, траст должен быть **безотзывным**, т.е. учредитель передает имущество, а вместе с ним теряет практически полностью контроль над активами, что, естественно, создает опасность того, что это имущество будет использоваться не так, как предполагал учредитель, а попросту что управляющий трастом поведет себя недобросовестно по отношению к сбережениям учредителя.

В безотзывном (или, как его еще называют, дискреционном) трасте доверительный собственник определяет, какую долю имущества получает каждый из бенефициаров траста. А подчас он даже опре-

деляет сам список бенефициаров, хотя при учреждении траста собственником имущества даются указания относительно того, кого включать в этот список.

В соответствии с тем, что такая форма траста априори предусматривает весьма значительную степень отчуждения имущества, бенефициар, назначаемый в качестве управляющим трастом, не имеет в активах траста имущественного интереса, который мог бы быть принудительно осуществлен по закону. А ведь нередко этот бенефициар является и самим учредителем траста; и тут оказывается, что у него нет не только особых прав на имущество траста, но даже и на отчеты по использованию его же имущества.

Страховые компании относятся к наиболее развитым институциональным финансовым посредникам. В 2007 г. объем собранной страховой премии всеми страховыми компаниями мира достиг 4,1 трлн долл. США, увеличившись на 2,5% по сравнению с предшествующим годом (табл. 3.19).

Таблица 3.19

Развитие рынка страхования в мире

<i>Регион</i>	<i>Объем страховой премии, млн долл. США</i>	<i>Темп роста за последний год, %</i>	<i>Доля мирового рынка, %</i>	<i>Премия на одного жителя, долл. США</i>	<i>Доля страхования в ВВП, %</i>
Северная Америка	1 330 066	2,1	32,75	3984	8,71
Южная Америка	87 397	9,6	2,15	154	2,54
Западная Европа	1 606 324	3,0	39,56	3138	8,85
Центральная и Восточная Европа	74 369	12,9	1,83	229	2,78
Азия, всего	840 601	4,5	20,70	210,7	6,20
В том числе Япония и новые индустриальные страны Азии	640 754	1,9	15,78	3018	10,38
Океания	68 818	3,9	1,69	2059	6,58
Африка	53 294	2,8	1,31	55,3	4,31
Всего в мире	4 060 870	3,3	100,00	607	7,49

Мировыми лидерами по развитию страхования являются высокоразвитые страны (табл. 3.20).

Таблица 3.20

Мировые лидеры на страховом рынке

<i>Страна</i>	<i>Объем собираемой премии на одного жителя, долл. США</i>	<i>В том числе страхование жизни, долл. США</i>	<i>Общий объем собранной премии, млн долл. США</i>
Ирландия	7171	5734	60 693
Великобритания	7114	5731	463 686
Нидерланды	6263	2192	102 831
Швейцария	5741	3159	43 580
Дания	5103	3381	27 771
Франция	4178	2928	268 900
Бельгия	4132	2973	45 841
США	4086	1922	1 229 668
Финляндия	3906	3093	20 535
Швеция	3705	2640	33 646
Норвегия	3370	2439	19 412
Япония	3320	2584	424 832
Канада	3054	1387	100 398
Австралия	3002	1674	62 233
Германия	2662	1234	222 825
Южная Корея	2384	1657	116 990
....
Россия	209	6,1	29 846
Бразилия	202	95	30 786
Китай	69,6	44,2	92 487
Индия	46,6	40,4	54 375

Источник: World Insurance in 2007 — Swissre.com

Национальные банки (центральный банк) — посредники между государством и остальной экономикой через банки. В качестве такого учреждения национальный банк призван регулировать денежные и кредитные потоки с помощью инструментов, которые закреплены за ним в законодательном порядке.

В различных государствах такие банки называются по-разному: народные, государственные, эмиссионные, резервные, например: Национальный банк Украины, Федеральная резервная система США, Банк Англии, Немецкий федеральный банк, Государственный банк Вьетнама, Народный банк Китая, Национальный банк Республики Казахстан. В России — Центральный банк Российской Федерации (Банк России).

Центральный банк является органом регулирования, сочетающим черты банка и государственного ведомства, поэтому в научной литературе его часто называют квазипосредником.

Центральный банк не всегда принадлежит государству. Но даже если государство формально не владеет его капиталом (США, Италия, Швейцария) или владеет частично (Бельгия — 50%, Япония — 55%), центральный банк выполняет функции государственного органа.

По своему положению в кредитной системе центральный банк играет роль «банка банков», т.е. хранит обязательные резервы и свободные средства коммерческих банков и других учреждений, предоставляет им ссуды, выступает в качестве «кредитора последней инстанции», организует национальную систему взаимозачетов денежных обязательств либо непосредственно через свои отделения, либо через специальные расчетные палаты.

Основные функции центрального банка:

- эмиссия банкнот;
- проведение денежно-кредитной политики;
- рефинансирование кредитно-банковских институтов;
- проведение валютной политики;
- регулирование деятельности кредитных институтов;
- функции финансового агента правительства;
- установка ломбардной ставки.

В соответствии с содержанием и функциями финансовых посредников строится и баланс Банка России, который в агрегированном виде выглядит следующим образом.

Активы:

- золотовалютные резервы;
- кредиты центрального банка, выданные правительству и коммерческим банкам;
- государственные облигации.

Пассивы:

- депозиты коммерческих банков в ЦБ (обязательные резервы и дополнительные депозиты);
- наличные деньги, которые ЦБ выпустил в обращение;
- счета казначейства, которые обслуживает ЦБ;
- капитал ЦБ;
- средства кредитных организаций.

Пенсионные фонды привлекают ресурсы путем привлечения государственных и частных пенсионных выплат и представляют собой совокупность активов, внесенных для государственного либо негосударственного управления средствами пенсионной системы и обеспечивающих права граждан на пенсионное обеспечение. Характеристика крупнейших пенсионных фондов представлена в табл. 3.21.

Таблица 3.21

Крупнейшие пенсионные фонды

Страна	Фонд	Активы, млрд долл. США	Суше- ствует с	Происхож- дение	В среднем на граж- данина
Япония	<i>Government Pension Investment Fund</i>	935,5	2006	Несырьевое	Н/д
Норвегия	<i>Government Pension Fund of Norway</i>	391	1990	Нефть	81 500
Нидерланды	<i>Stichting Pensioenfonds ABP (ABP)</i>	313 (215 евро)	1922	Несырьевое	Н/д
Канада (Квебек)	<i>Caisse de dépôt et placement du Québec</i> (Пенсионный фонд Квебека)	258	1965	Несырьевое	Н/д
США (Калифорния)	<i>California Public Employees' Retirement System (CalPERS)</i>	218,2	Н/Д	Несырьевое	Н/д
Нидерланды	<i>Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn (PFZW, бывший PGGM)</i>	123 (85 евро)	1969	Несырьевое	Н/д
Канада	<i>CPP Investment Board</i> (Пенсионный план Канады)	122,7	1997	Несырьевое	183 300
Канада (Онтарио)	<i>Ontario Teachers' Pension Plan</i>	109	1990	Несырьевое	Н/д
Ирландия	<i>National Pension Reserve Fund (NPRF)</i>	30	2001	Несырьевое	Н/д

Инвестиционные фонды — компании, которые продают свои акции или паи (в зависимости от организационно-правовой формы существуют акционерные и паевые инвестиционные фонды) юридическим или физическим лицам, а затем инвестируют вырученные средства в самые различные ценные бумаги. Цель — сформировать доходный пакет ценных бумаг посредством их диверсификации. В основе прибыли — колебания рыночной стоимости ценных бумаг, входящих в состав портфеля компании.

Взаимные фонды — портфель акций, облигаций или других активов, приобретенных от имени группы инвесторов, управление которым осуществляется профессиональной инвестиционной компанией или

другим финансовым институтом. Фонды предоставляют определенные удобства своим участникам, в частности доступ к котировкам ценных бумаг на вторичном рынке. Стоимость акций фонда равна стоимости суммарных инвестиций фонда (за вычетом долга), деленных на число акций. Основное преимущество для вкладчиков — уменьшение риска, поскольку инвестиции распределены среди большого количества различных предприятий.

Крупнейшими взаимными фондами обладают такие компании, как *JPMorgan Chase*, *Morgan Stanley*, *Allianz* (деятельность осуществляется через принадлежащую *Allianz* американскую компанию *PIMCO*), *Goldman Sachs*, *Citigroup*. Крупнейшими взаимными фондами в России обладают Атон, Тройка Диалог и Ренессанс Капитал.

Коммерческие банки — основные посредники, которые покупают ценные бумаги, государственные краткосрочные облигации и держат их в своем портфеле, предоставляют услуги андеррайтинга. Они относятся к институтам как первичного, так и вторичного рынка. Коммерческий банк — организация, основной деятельностью которой является выдача кредитов и принятие вкладов (депозитов). Процентные ставки по выданным кредитам выше процентных ставок по вкладам. Разница между этими показателями является банковской прибылью — маржей. Эпитет «коммерческий» в отношении банка условен, потому что означает, что главной целью деятельности организации является получение прибыли. В то же время некоторые банки более глубоко специализируются на отдельных банковских услугах.

К банковским услугам относятся:

- кредитование юридических и физических лиц;
- операции по вкладам;
- валютные операции (только уполномоченные банки);
- операции с драгоценными металлами;
- выход на фондовый рынок и *Forex*;
- ведение расчетных счетов хозяйствующих экономических субъектов;
- обмен испорченных денежных (рваные, обожженные, постиранные купюры) знаков на неиспорченные;
- ипотека;
- автокредитование;
- и др.

В зависимости от законодательства страны и особенностей формирования фондовых рынков коммерческие банки играют различную роль. Российские коммерческие банки, так же как германские и японские, могут оказывать как кредитные, так и инвестиционные услуги (в отличие от американских, хотя в последние годы в США осуществляются шаги по наделению коммерческих банков этими функциями), т.е. могут совмещать классические банковские операции

с деятельностью на фондовом рынке. В Польше банкам категорически запрещено работать с негосударственными ценными бумагами. Коммерческие банки России могут выполнять все виды операций на рынке ценных бумаг (при наличии лицензии, выданной ФСФР), в том числе заниматься брокерской и дилерской деятельностью, консультированием, клиринговыми операциями, вести реестр акционеров и осуществлять депозитарную деятельность. Лицензии Центрального банка РФ дают право кредитной организации оперировать ценными бумагами, выполняющими функции средств платежа (чеки, векселя и т.п.), а также бумагами, подтверждающими привлечение средств во вклады (сберегательными и депозитными сертификатами, сберегательными книжками). Для работы с другими ценными бумагами (в том числе корпоративными) необходима специальная лицензия ФСФР. Широкий спектр деятельности коммерческих банков в России становится объектом принципиальной критики в период экономического кризиса. Полемика в научной и практической сферах сосредоточена на ограничении деятельности банков на фондовом рынке по типу американской банковской системы.

Венчурные компании. К венчурным компаниям относятся фирмы, вкладывающие капитал в наиболее рискованные активы, чаще всего связанные с инновациями. В РФ созданы и функционируют ОАО «Российская венчурная компания», ОАО «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий» и ОАО «Финансовая лизинговая компания». Цель их создания — стимулирование инновационной деятельности и развитие высоких технологий (хайтек).

Инвестиционные компании. В российском смысловом поле словосочетание «инвестиционная компания» может означать следующее.

1. Юридическое лицо, чаще некредитная организация, обладающее лицензией ФСФР на проведение как минимум брокерских и/или дилерских операций. Если такое юридическое лицо одновременно является еще и кредитной организацией, т.е. обладает соответствующими лицензиями ЦБ РФ, то такое юридическое лицо называется в российской традиции инвестиционным банком.

2. Просто компания, занимающаяся инвестированием каких-либо активов (чаще наиболее ликвидных активов, т.е. денежных средств).

Преимущества инвестиционных компаний состоят в возможности разработки специальных портфелей для крупных инвесторов с учетом их индивидуальных целей (например, угроза потери компании).

Инвестиционные банки — посредники на рынке ценных бумаг между корпорациями, желающими продать (разместить) свои ценные бумаги, и потенциальными инвесторами, как индивидуальными, так и институциональными. Работают как на национальном рынке, так и на евросегменте.

Обычной практикой для инвестиционных банков является прямое приобретение от корпорации акций или облигаций. Затем группа таких банков формирует синдикат для продажи ценных бумаг частным лицам и организациям. Инвестиционные банки также оказывают услуги консалтинга при сделках слияний и поглощений, прочих финансовых транзакциях, выступают в качестве гарантов при распространении ценных бумаг.

Для типичного инвестиционного банка характерно выполнение следующих функций:

- андеррайтинг и торговля ценными бумагами;
- предложение брокерских услуг частным и институциональным инвесторам;
- предоставление услуг по слияниям и поглощениям;
- проведение финансовой аналитики и исследований в интересах инвесторов и корпораций;
- выполнение функций маркет-мейкеров для отдельных видов ценных бумаг.

Остановимся на основных перечисленных функциях более подробно.

Слияния и поглощения

Слияния и поглощения для инвестиционного банка, работающего в стране с развитым финансовым рынком, достаточно часто становятся основной сферой получения дохода. Многие российские предприятия и финансовые группы еще не вышли на тот уровень развития, когда появляется потребность в услугах инвестиционного банка по проведению слияний и поглощений. Поэтому этот вид деятельности инвестиционного банка в России пока не востребован.

В российских условиях под слияниями и поглощениями часто понимают операции с крупными пакетами акций. Однако деятельность по покупке и продаже отдельных предприятий не тождественна слияниям и поглощениям, ее отличие состоит в функционале инвестиционного банка при проведении слияний и поглощений. Эта деятельность подразделена на следующие составляющие:

- консалтинговая деятельность по определению оптимального варианта реструктурирования бизнеса;
- привлечение финансовых ресурсов для осуществления слияний и поглощений;
- акquirование на рынке крупных пакетов акций по заказу клиента (покупка крупных пакетов или продажа крупных пакетов);
- реструктуризация отдельной компании и продажа ее частей;
- выработка и осуществление эффективной защиты клиента от поглощения.

Торговля ценными бумагами

Данный вид деятельности определен как внешний ввиду возможности непосредственно продавать брокерские услуги, т.е. услуги по покупке и продаже ценных бумаг.

В то же время деятельность по торговле ценными бумагами также обеспечивает инвестиционную банковскую деятельность (продажи размещаемых ценных бумаг) и деятельность по управлению активами (покупки и продажи ценных бумаг в процессе реструктуризации портфеля ценных бумаг). При этом на развитых финансовых рынках под торговлей ценными бумагами понимается не просто процесс заключения сделок купли/продажи ценных бумаг, а осуществление сложных торговых и арбитражных стратегий, состоящих как из множества простых сделок купли/продажи, так из более сложных сделок.

В России сегодня торговля ценными бумагами означает почти всегда не связанные между собой сделки купли/продажи, и лишь изредка крупные институты применяют более сложные сделки.

Организация торговли ценными бумагами в рамках инвестиционного банка или крупной инвестиционной компании — отдельная сфера бизнеса и науки, имеющая свои сложные закономерности и технологии. Это вид деятельности, который осваивается участниками рынка в первую очередь. В большинстве случаев крупные российские участники рынка имеют достаточно высокотехнологичные подразделения, занимающиеся торговыми операциями с ценными бумагами.

Торговля ценными бумагами требует определения круга участников этих сделок.

Институциональный инвестор (Institutional investor) — юридическое лицо, выступающее в роли держателя денежных средств (в виде взносов, паев) и осуществляющее их вложение в ценные бумаги, недвижимое имущество (в том числе права на недвижимое имущество) с целью извлечения прибыли. К институциональным инвесторам относятся инвестиционные фонды, пенсионные фонды, страховые организации, кредитные союзы (банки). Институциональные инвесторы обеспечивают почти половину торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже, торгуя, как правило, большими пакетами акций.

В США существует понятие «**квалифицированный институциональный инвестор**» (*Qualified Institutional Investor*). Это институциональный инвестор в США, который имеет право, согласно классификации Комиссии по ценным бумагам и биржам, участвовать в торговых операциях с ценными бумагами наряду с другими квалифицированными институциональными инвесторами без регистрации этих ценных бумаг в Комиссии по ценным бумагам и биржам США. Квалифицированный инвестор должен иметь под своим управлением не менее 100 млн долл. США.

Андеррайтер (underwriter) (на рынке ценных бумаг) — юридическое лицо, которое осуществляет руководство процессом выпуска ценных бумаг и их распределения. Андеррайтер «твердого обязательства» (*Firm commitment*) гарантирует эмитенту получение выручки от продажи ценных бумаг, так как фактически приобретает ценные бумаги у эмитента, даже если кроме андеррайтера «твердого обязательства» не нашлось больше желающих купить ценные бумаги эмитента. Андеррайтером может быть любое юридическое лицо, соответствующим образом лицензированное ФСФР, т.е. это может быть или инвестиционная компания, или инвестиционный банк. Это юридическое лицо и предлагает инвесторам купить выпуск ценных бумаг эмитента.

В России договор с андеррайтером может быть двух типов:

- «твердое обязательство» — андеррайтер обязуется приобрести все ценные бумаги, предлагаемые для первичного публичного размещения, и перепродать их. Весь риск продажи ложится на андеррайтера;
- «максимальные усилия» (*Best efforts*) — продажа максимального числа ценных бумаг нового выпуска без финансовой ответственности. Андеррайтер снимает с себя часть риска в случае, когда часть ценных бумаг продать не удастся.

Андеррайтинг на рынке ценных бумаг может осуществляться синдикатом андеррайтеров, т.е. группой инвестиционных банков и/или инвестиционных компаний, создаваемой на непродолжительное время, для того чтобы обеспечить продажу нового выпуска ценных бумаг по цене, установленной в предварительном соглашении. Синдикат андеррайтеров возглавляет ведущий андеррайтер. Ведущий андеррайтер организывает синдикат по размещению ценных бумаг, поддерживает контакты с эмитентом и ведет учет размещенных бумаг.

Более детально услуги по андеррайтингу ценных бумаг, а также формы андеррайтинга описаны в п. 5 Стандартов деятельности по андеррайтингу. Андеррайтер готовит выпуск, решает, на какой биржевой площадке будет проводиться размещение бумаг, оформляет договоры между компанией-эмитентом и выбранными биржевыми площадками. Также обычно готовится договор с обслуживающими депозитариями. Инвестиционный банк или инвестиционная компания отвечает за выставление/размещение ценных бумаг на бирже(ах) и принятие заявок от покупателей (инвесторов) по приобретению данных бумаг. После этого он обычно предоставляет сформированную/заполненную книгу заявок компании-эмитенту. Компания определяет приемлемый уровень цены, по которой будет размещаться эмиссия (выпуск). Исходя из нее, андеррайтер определяет тот круг инвесторов, который готов приобрести ценные бумаги данного выпуска по согласованной/заявленной ставке. В итоге андеррайтер несет ответственность за то, чтобы средства от подтвердивших свою заинтере-

сованность в процессе предпродажи и реально оплативших ценные бумаги данного выпуска инвесторов были перечислены компании-эмитенту.

Хедж-фонд — это частный, не ограниченный нормативным регулированием либо подверженный более слабому регулированию инвестиционный фонд, недоступный широкому кругу лиц и управляемый профессиональным инвестиционным управляющим. Отличается особой структурой вознаграждения за управление активами, а также наличием собственного капитала управляющего в активах фонда.

Первый хедж-фонд был создан Альфредом Уинслоу Джонсоном в 1949 г., но наибольшее развитие хедж-фонды получили со второй половины 1980-х гг. Тогда среди инвестиционных институтов выделился новый тип фондов, занимавшихся прогнозированием экономических и политических событий и, исходя из этого, формировавших свой инвестиционный портфель. Широко известным стал хедж-фонд Джорджа Сороса *Quantum*, сыгравший на спрогнозированном понижении английского фунта стерлингов. После «черной среды» 1992 г. произошла девальвация английской валюты, а фонд Сороса заработал 1 млрд долл. за одну торговую сессию.

Американские хедж-фонды по закону имеют право обслуживать только профессиональных инвесторов с первоначальным взносом не менее 5 млн долл. для частных инвесторов и 25 млн долл. — для институциональных квалифицированных инвесторов. Преимущества их функционирования связаны с тем, что в соответствии с национальной нормативной базой «неограниченность нормативным регулированием» означает нелIMITированность стратегии и маржинального плеча как основного инструмента деятельности этих фондов. Наиболее популярным местом расположения фондов является Лондон, на который приходится 31% этого рынка, затем следуют США с 27%. Крупнейшими лондонскими фондами являются *GLG Emerging Markets* (5 млрд долл.), *Emerging and Asia funds* (5 млрд долл.). Всего в мире более 12 тыс. хедж-фондов, управляющих активами порядка 2,5 трлн долл. (2007). В России существует первый и пока единственный хедж-фонд для квалифицированных инвесторов УК «Альфа-капитал» (зарегистрирован ФСФР 21 июля 2009 г.). Это объясняется тем, что законодательство, позволяющее создать такие фонды, появилось лишь летом 2008 г. Разразившийся кризис отложил на некоторое время тему создания национальных хедж-фондов.

Аналогами хедж-фондов в России с большой натяжкой можно назвать ОФБУ, которые, в отличие от ПИФов, могут использовать фьючерсы и опционы, а значит — и формировать агрессивную инвестиционную стратегию. Также некоторую схожесть с хедж-фондами имеет частное доверительное управление, при котором управляющий

(частное лицо или представитель инвестиционной компании или брокера) может использовать сколь угодно агрессивные инвестиционные стратегии. При условии, что непосредственно инвестор полностью контролирует свой счет и все сделки абсолютно прозрачны, обеспечивается снятие морального риска инвестирования.

Ряд аналитиков либерального направления в экономике считают, что за хедж-фондами и фондами прямых инвестиций будущее, поскольку эти финансовые институты создали гигантскую финансовую индустрию. Причиной их возникновения и развития стали процессы высокой стоимостной оценки финансовых услуг, предлагаемые рынком с 1990-х гг. За этот короткий период данные финансовые посредники пережили взлеты и падения, но сохранили позиции на рынке финансовых услуг. Хеджевые стратегии по-прежнему остаются действенным инструментом устранения аномальных рыночных спредов и рыночной неэффективности.

Ограничения на деятельность хедж-фондов налагают их инвесторы, банки и их кредиторы, осуществляющие тщательный контроль инвестиционных стратегий фондов. Конечно, негатив деятельности отдельных хедж-фондов вносит определенный вклад в критику этих финансовых посредников. Наиболее крупный обвал знаменитого американского хедж-фонда *Long-Term Capital Management (LTCM)* в результате финансового краха 1998 г. и крах еще одного крупного хедж-фонда — *Amaranth* в 2006 г. совсем не способствуют процессам поддержки этих финансовых посредников. Тем не менее эти обвалы — лишь свидетельство рискованного характера рыночной экономики, а не результат развития финансовых институтов.

Паевые инвестиционные фонды (ПИФы). С 1996 г. на российском рынке финансовых услуг для населения начали работать принципиально новые структуры — паевые инвестиционные фонды (ПИФы), которые представляют собой объединенные средства инвесторов, переданные в доверительное управление профессиональным менеджером (управляющей компании).

ПИФы — проверенный мировой практикой механизм привлечения денег мелких инвесторов в национальную экономику. Они создают возможность для простого человека получать от вложений в ценные бумаги такие же выгоды, какие получают крупные институциональные инвесторы: банки и корпорации. Одновременно ПИФы выступают одним из способов не только уберечь свои деньги от инфляции, но и обеспечить их накопление.

При этом следует отметить, что доходность инвестиций в паевые фонды не гарантируется государством, это имеет принципиальное значение в условиях финансового кризиса.

Пайщиками паевых фондов могут быть как физические, так и юридические лица.

Создание паевого фонда осуществляется путем приобретения его участниками инвестиционных паев. Инвестиционный пай — именная ценная бумага, удостоверяющая право собственности в паевом фонде. Пай также дает право его владельцу на получение назад вложенных денег и дохода (в случае прироста капитала фонда). Продажу и выкуп паев производят управляющая компания и/или агенты паевого фонда.

Собранные средства инвесторов передаются в доверительное управление управляющей компании, при этом они находятся на хранении в другой организации — специализированном депозитарии, который также контролирует правильность операций со средствами пайщиков фонда. Оплата услуг этих компаний осуществляется из средств пайщиков в виде вознаграждения, рассчитываемого как определенный процент от величины активов (но не более 5%). Обычно для пайщиков эти расходы незначительны (государство ограничивает размер комиссионных; сами компании стремятся к его минимизации, чтобы привлечь новых пайщиков). Паевые фонды подчиняются строгим законам и правилам, отвечающим международным стандартам защиты инвесторов. Законодательная база паевых фондов насчитывает более 30 положений и документов, где прописаны все нюансы взаимоотношений «паевой фонд — инвестор», а также взаимоотношений между организациями, обеспечивающими работу паевых фондов.

Создание и деятельность паевых фондов, так же как и всего рынка ценных бумаг, регулируется государством в лице Федеральной службы по финансовым рынкам.

Основными объектами вложений паевых фондов являются ценные бумаги следующих видов:

- государственные ценные бумаги РФ и субъектов Федерации;
- акции и облигации открытых акционерных обществ.

Другими объектами вложений могут быть:

- банковские депозиты;
- объекты недвижимости (для интервальных фондов).

Доходы инвесторов паевых фондов образуются за счет роста активов, составляющих фонд. Этот рост отражается в стоимости инвестиционного пая, по которой управляющая компания или ее агенты осуществляют их выкуп. Продав пай, инвестор получает назад первоначально вложенные деньги вместе с приростом (если стоимость пая выросла).

В зависимости от возможности выкупа паев существует два типа паевых фондов:

- открытые — выкупают пай по первому требованию пайщиков в любой рабочий день;
- интервальные — выкупают пай в соответствии с правилами фонда, но не реже одного раза в год.

Значение паевых фондов для индивидуальных инвесторов состоит в следующем:

- ПФ — самый простой способ внесения и получения вложенных денег;
- ПФ дают возможность каждому пайщику за минимальную сумму денег получить большее количество ценных бумаг разных эмитентов, что значительно снижает личный риск потери денег, связанный с крахом отдельных компаний;
- ПФ предоставляют услуги профессионального управления сбережениями граждан. Так, например, вложения средств фонда в те или иные объекты производятся на основании технического анализа соответствующего рынка;
- ПФ обеспечивают управление деньгами большого числа мелких инвесторов как единым капиталом, что значительно снижает издержки по сравнению с индивидуальным инвестированием;
- ПФ функционируют в зоне льготного налогообложения (в частности, отсутствия налога на прибыль), что предоставляет возможность непосредственным инвесторам получать более значимый доход на вложенный в фонд капитал.

Права инвесторов в фонде защищены гарантиями управляющих компаний.

Управляющие компании паевых фондов призваны гарантировать:

- открытость информации о фонде и компаниях, обслуживающих его работу;
- обеспечение доступа к информации о стоимости инвестиционного пая и величине активов, а также предоставление ежегодных отчетов о работе фонда;
- обеспечение процесса вложения средств инвестора в соответствии с заявленной инвестиционной декларацией;
- обеспечение выкупа инвестиционных паев в соответствии с правилами фонда.

Основной доход инвестора — цена пая, которая может как увеличиваться, так и уменьшаться.

Исследователи ПИФов выделяют ряд специфических преимуществ этих структур:

- профессионализм управления инвестиционными паями, обусловленный эффектом масштаба;
- высокая ликвидность паевых инструментов (однако ниже, чем аналогичный показатель брокерских услуг);
- низкие требования к суммам инвестирования, следовательно, доступность его;
- низкий уровень вознаграждения за предоставленную фондом услугу.

Общий фонд банковского управления (ОФБУ) представляет собой механизм инвестирования, имеющий много общего с ПИФаами.

ОФБУ — это форма коллективного инвестирования на российском рынке ценных бумаг. Инвестиции одних участников объединяются с активами других участников фонда (в совокупности — учредителей управления) в единый имущественный комплекс, средства которого инвестируются в доходные активы на российском фондовом рынке. Доверительный управляющий, исходя из величины переданного в управление имущества, определяет долю каждого участника фонда и выдает ему сертификат долевого участия, в котором указано количество номинальных паев фонда, соответствующее вкладу учредителя управления на момент внесения активов в фонд. По мере роста общей стоимости активов в ОФБУ растет и стоимость номинального пая фонда, а также, соответственно, стоимость долей учредителей управления в фонде. Доход, полученный от доверительного управления имуществом ОФБУ, распределяется между участниками фонда пропорционально их доле в фонде. В момент вывода средств из фонда учредитель управления получает назад свою долю инвестированных средств, плюс инвестиционный доход за все время управления его активами, минус вознаграждение доверительного управляющего и налоги (в установленных законодательством случаях).

Специфика ОФБУ состоит в том, что при управлении его имуществом используются все инструменты фондового рынка, что обеспечивает, благодаря диверсификации вложений, высокую надежность инвестиций и стабильный доход, существенно превышающий инфляцию и ставки по депозитам в коммерческих банках. В периоды нестабильности и спадов активы фонда переводятся в облигации, гарантирующие стабильный процентный доход независимо от направления движения цен на рынке, а в периоды роста курсовой стоимости акций фонд использует это движение как мощный источник дохода для вкладчиков фонда. Основным достоинством банковских фондов является отсутствие жестких рамок, ограничивающих управляющего в вопросах формирования инвестиционных стратегий и выборе инструментов для инвестирования. В отличие от ПИФов, объекты инвестирования в которых достаточно ограничены, подобных ограничений у банковских фондов значительно меньше. Банк, сформировавший фонд, вправе размещать активы пайщиков во все инструменты, на операции с которыми у него есть лицензии, — конечно, в рамках инвестиционной декларации. Таким образом, банк может формировать фонды для вложения в ценные бумаги как российских, так и иностранных эмитентов; иностранные валюты; драгоценные металлы; производные финансовые инструменты.

Представим некоторые данные о состоянии ОФБУ в 2006 г.

Объем фондов — 7,73 млрд руб.

Три ведущих банка по объему фондов — Банк Петрокоммерц, Банк ЗЕНИТ, Газпромбанк.

Лидеры роста:

- ОФБУ Базовые отрасли Уральского банка реконструкции и развития — 81,96%. Данный ОФБУ является ОФБУ пассивного управления, инвестирующий в акции российских компаний, в капитале которых участвует или до последнего времени участвовало государство (РАО ЕЭС, Газпром, ЛУКОЙЛ, Ростелеком, Сбербанк и др.).
- Индексный фонд российских акций Юниаструм Банка — 74,12%. Фонд предназначен для получения доходности, близкой к доходности индекса *Morgan Stanley Russia*.
- ОФБУ «Доходный» Банка ЗЕНИТ — 71,17%. Данный ОФБУ является смешанным рублевым ОФБУ, направленным на агрессивный прирост капитала.
- ОФБУ «Центр-Инвест I» — 59,17%.
- ОФБУ «Универсальный» УБРиР — 58,83%.

Представленными организациями и структурами перечень финансовых посредников не ограничивается, поскольку он в значительной степени зависит от национальных особенностей и специфики деятельности субъектов рынка. В то же время многообразие финансовых институтов требует чрезвычайно развернутой палитры финансовых инструментов, предоставляемых этими институтами, и одновременно трансформирует функции некоторых из них. Прежде всего это касается акций — самого распространенного финансового актива. Их классификационная характеристика — долевые ценные бумаги (доля в управлении) — предполагает, что акции — инструмент участия в управлении определенной компанией. С развитием финансовых институтов сегодня акции рассматриваются как объект инвестирования, а не как инструмент управления. Появление новых тенденций развития существующих финансовых инструментов и создание инновационных — характерная черта развития глобальной финансовой системы.

В то же время в России проблема развития финансовых посредников сталкивается с проблемой низкой емкости финансовых услуг.

Чтобы российские финансовые посредники были конкурентоспособными и могли оказывать финансовые услуги на уровне мировых стандартов, их капитализация, т.е. стоимость бизнеса, должна соответствовать показателям аналогичных зарубежных структур. Например, по состоянию на 8 февраля 2010 г. капитализация небанковских холдингов в США, специализирующихся на оказании финансовых услуг населению, *Charley Schwab Corp. (SCHW)*, *TD Ameritrade (AMTD)* и *E*Trade Financial Corp. (ETFC)* составляла соответственно 21,0 млрд долл., 10,0 млрд и 2,8 млрд долл. Крупнейшие управляющие инвестиционными фондами имеют рыночную стоимость: *Prudential Financial Inc. (PRU)* — 22,5 млрд долл.; *BlackRock Inc. (BLK)* — 39,4 млрд; *Invesco Ltd. (IVZ)* — 8,0 млрд, *Janus Capital (JNS)* — 2,18 млрд долл.

Американские банковские холдинги, работающие преимущественно как инвестиционные банки, например *Goldman Sachs Group Inc. (GS)* и *Morgan Stanley (MS)*, обладали капитализацией 83,7 млрд и 37,1 млрд долл. соответственно. Рыночная стоимость универсальных банковских холдингов США: *Bank of America Corp. (BAC)* — 129 млрд долл.; *Citigroup Inc. (C)* — 91,7 млрд долл.

Большинство российских финансовых посредников, за исключением ряда крупных банков, чьи акции торгуются на фондовых биржах ММВБ и РТС, не являются публичными компаниями и не публикуют консолидированной финансовой отчетности. Видимо, понимая, что добиться оказания конкурентных финансовых услуг на внутреннем рынке невозможно без радикальных изменений бизнеса брокеров, инвестиционных банков, управляющих компаний и иных посредников, ФСФР России в 2009 г. приняла решение о существенном повышении требований к собственному капиталу профессиональных участников рынка ценных бумаг. Согласно упомянутому ранее приказу ФСФР России от 30 июля 2009 г. № 09-29/пз-н «О внесении изменений в нормативы достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, утвержденных приказом ФСФР от 24 апреля 2007 г. № 07-50/ПЗ-Н» минимальные требования к собственным средствам для брокеров были повышены с 5 млн до 35 млн руб. с 1 июля 2010 г. и до 50 млн руб. с 1 июля 2011 г.; для дилеров и доверительных управляющих ценными бумагами — с 10 млн руб. до соответственно 35 и 50 млн руб.; для управляющих компаний коллективными инвестициями — с 60 млн до 80 млн руб. с 1 июля 2011 г.

Только данными административными мерами проблему низкой капитализации и, следовательно, недостаточной эффективности российских финансовых посредников не решить. Серьезным препятствием на пути развития данного бизнеса является низкая емкость рынка финансовых услуг в России. Иными словами, меры, предпринимаемые органами власти в сфере пенсионной реформы, социальной поддержки населения, развития финансового рынка и т.п., в настоящее время и в ближайшей перспективе не материализуются в виде заметного роста активов, которые внутренние инвесторы приносят на фондовый рынок. В результате российский финансовый рынок окажется в числе аутсайдеров.

В рамках курса по экономике небанковского финансового посредничества, который прошел в 2009 г. в ГУ ВШЭ, была проведена работа по оценке емкости российского финансового рынка в 2009–2014 гг.

На основании разнообразных источников и экспертных опросов была оценена стоимость активов, которые разные категории инди-

видуальных и институциональных инвесторов держат на брокерских счетах, передают в доверительное управление, в том числе в паевые фонды. Также были произведены оценки рынка инвестиционных услуг при размещении разных ценных бумаг и осуществлении сделок слияний-поглощений. После этого по годам была рассчитана сумма доходов посредников от оказания небанковских финансовых услуг, это в итоге позволило определить потенциальную капитализацию бизнеса инвестиционных банков, брокеров и доверительных управляющих. По расчетам ИЭПП, весь бизнес российских инвестиционных банков, брокеров и доверительных управляющих стоит около 10 млрд долл., что никак не позволяет появиться на этом рынке организациям, которые сумели бы составить достойную конкуренцию зарубежным финансовым компаниям. Несмотря на внешне благоприятные показатели объемов биржевых торгов, капитализации российских компаний, объемов IPO, сделок слияний и поглощений, конкурентоспособность российских компаний, оказывающих небанковские финансовые услуги, не только сейчас, но и на ближайшие несколько лет остается под вопросом. Это само по себе является источником повышенных рисков для инвесторов, эмитентов и экономики в целом. Решение данной проблемы требует от государства и бизнеса прорывов в области стратегического менеджмента, внедрения инноваций, встраивания российских финансовых институтов в цепочки глобальной стоимости на международных финансовых рынках, принятия решений, которые окажут реальное влияние на качественное повышение емкости внутреннего финансового рынка.

3.3. ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ (АКТИВЫ)

Наличие финансовых рынков и, особенно, финансовых посредников порождает феномен финансовых активов, которые существуют в экономике по той причине, что сбережения граждан, государств, фирм отличаются от их инвестиций в реальные активы (здания, сооружения, оборудование и т.д.). Финансовые активы (инструменты) призваны удовлетворять потребности субъектов хозяйствования, субъектов власти и домохозяйств в финансовых ресурсах, которые обеспечивают стабильный рост национальной и мировой экономики и рост благосостояния населения.

В международных стандартах финансовой отчетности (МСФО) под **финансовым инструментом** понимают любой договор, в результате которого одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство или долевого инструмент — у другой. К финансовым активам относятся: денежные средства (т.е. средства в кассе, на расчетных, валютных и специальных счетах); договорное

право требования денежных средств или другого финансового актива от другой компании; договорное право на обмен финансовых инструментов с другой компанией на потенциально выгодных условиях; долевой инструмент другой компании и т.д. Финансовые обязательства — любая обязанность по договору, например: предоставить денежные средства или финансовый актив другой компании; обменять финансовые инструменты с другой компанией на потенциально невыгодных условиях.

Финансовые инструменты подразделяются на первичные и производные (вторичные — деривативы). С помощью финансовых инструментов достигаются четыре основные цели: хеджирование, спекуляция, мобилизация источников финансирования, содействие операциям стратегического и текущего характера. В первых трех случаях доминируют производные финансовые инструменты, в четвертом — первичные инструменты. С развитием фондовых рынков финансовые инструменты играют более значимую роль в инвестиционной деятельности, так как они имеют связь с фактическими и ожидаемыми денежными потоками, используются в установлении и передаче права собственности, влияют на инвестиционную привлекательность фирмы и оценку целесообразности и перспектив взаимодействия с ней.

Многообразие финансовых активов (инструментов) на финансовых рынках обуславливает введение их классификации. Прежде всего эта классификация относится к инструментам рынка капитала, который включает фондовый рынок (в широком смысле как рынок акций, облигаций и деривативов) и рынок долгосрочных кредитов. Классификация инструментов осуществляется по функциональному признаку (их назначению) и содержит следующие инструменты (активы) (виды финансовых инструментов представлены в приложении 5):

- *долговые обязательства (debt), или долговые финансовые инструменты* (кредиты, займы, облигации, векселя, кредитные карты и т.д., выпускаемые всеми, кто занимает деньги. Это могут быть фирмы, государство и домохозяйства), имеющие имущественные последствия для эмитентов (кредиторов) и держателей (заемщиков). Долговые финансовые инструменты относятся к инструментам с фиксированным доходом, иначе называемым «твердокаменными»;
- *долевые финансовые инструменты* — способ участия в капитале хозяйствующего субъекта; это прежде всего акции (*equity*) и паи. Акции — это требование, предъявляемое собственником фирмы на часть ее активов. Ценные бумаги, свидетельствующие о долевом владении капиталом фирмы, называются акциями (в России, Великобритании), обыкновенными акциями (в США). Продажа и покупка акций осуществляются на фондовом рынке (*stock market*). Каждая обыкновенная акция свидетельствует о равной с другими акционерами доле в имуществе фирмы. Акции подразделяются

на две группы — простые и привилегированные. «Общество размещает обыкновенные акции и вправе размещать один или несколько типов привилегированных акций. Номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25% от уставного капитала общества (в ред. Федерального закона от 7 августа 2001 г. № 120-ФЗ). При учреждении общества все его акции должны быть размещены среди учредителей. Все акции общества являются именными»¹. Обыкновенные акции представляют собой остаточное требование на активы общества, оставшиеся в распоряжении общества после выполнения им всех финансовых обязательств. Обыкновенные акции характеризуются ограниченной ответственностью ее владельца;

- *производные инструменты* (финансовый дериватив — *derivatives*) — это финансовый инструмент: а) стоимость которого меняется в результате изменения процентной ставки, курса ценной бумаги, цены товара, валютного курса, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, другой переменной (иногда называемой «базисной»); б) для приобретения которого необходимы небольшие первоначальные инвестиции по сравнению с другими контрактами, курс которых аналогичным образом реагирует на изменения рыночной конъюнктуры; в) расчеты по которому осуществляются в будущем.

Изменение стоимости деривативов в зависимости от перечисленных факторов обусловлено тем, что они являются вторичными бумагами, созданными на основе базового актива, к которым относятся ценные бумаги, валюта, различные товары и т.д. К наиболее известным деривативам относятся опционы и фьючерсы. Опционы бывают двух типов. Опцион на покупку (опцион «колл» — *call option*) — это инструмент, который дает его держателю право на приобретение определенного количества активов по установленной цене по истечении срока опциона (голландский опцион), в любой момент или по истечении срока опциона (американский опцион). Опцион на продажу, или опцион «пут» (*put option*), — это инструмент, который дает его держателю право на продажу определенного количества активов по установленной цене по истечении срока опциона (голландский опцион), в любой момент или по истечении срока опциона (американский опцион). Форвардными контрактами (*forward contracts*) называются инструменты, согласно которым одна сторона соглашения обязуется купить, а вторая — продать определенный актив по указанной цене и в установленное контрактом время. Различия между опционами и форвардными контрактами представлены в табл. 3.22.

¹ Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208 «Об акционерных обществах». Ст. 25.2.

Опционы и форвардные контракты

<i>Контракты опционного типа</i>	<i>Контракты форвардного типа</i>
1. Операции по ним могут регистрироваться на бирже или оформляться в частном порядке. 2. Покупатели опционов имеют право, но не обязаны, купить или продать актив по текущей цене в обусловленный срок. 3. Цена опциона составляет небольшой процент от номинальной стоимости базового актива	1. Операции по ним могут регистрироваться на бирже или оформляться в частном порядке. 2. Обязывают покупателя и продавца в будущем заключать сделки с использованием данного актива по фиксированной цене. 3. Цена составляет небольшой процент от номинальной стоимости базового актива. 4. Эти фиксирующие цену договоры подвергают покупателя тем же ценовым рискам, что и фактическое владение активом

Деривативы, часто называемые срочными контрактами, очень популярны в развитых странах, например в США, — там объемы срочного рынка (рынка, на котором обращаются деривативы) значительно превышают обороты спот-рынка. Основным преимуществом деривативов является высокий уровень финансового рычага или «плеча», что позволяет игрокам оперировать объемами средств, значительно превышающими их финансовые ресурсы. По мнению участников конференции «Мир деривативов. Россия 2009», в стране предстоит еще развивать рынок деривативов — как биржевой, так и внебиржевой его сегменты. В случае России говорить об избыточном размере финансового рынка и чрезмерном объеме рынка деривативов не приходится, неоднократно отмечал вице-президент Ассоциации региональных банков России Олег Иванов.

Рассмотрим производные финансовые инструменты более подробно¹.

Опционы. В 1848 г. в Чикаго была основана крупнейшая в мире биржа срочных сделок *CBOT* (*Chicago Board of Trade*). В то время на этой бирже торговали преимущественно зерном, затем в обороте появились форвардные контракты на зерно и опционы. Опционы появились там к 60-м гг. XIX в., а в начале XX в. была создана Ассоциация брокеров и дилеров по опционам (*Put and Call Brokers and Dealers Association*). Однако началом истории современных производных инструментов считают 1970-е гг., когда на *CBOT* начали обращаться срочные контракты на иностранную валюту. После запре-

¹ Обзор осуществлен на основе работы: Халл Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты (*Options, Futures and Other Derivatives*). 6-е изд. — М.: Вильямс, 2007.

шения в 1972 г. торговли фьючерсами и опционами на акции на *CBOT* в 1973 г. была создана биржа *CBOE* (*Chicago Board Options Exchange*), что стало настоящей революцией в мире опционов. Дело в том, что появление *CBOE* фактически означало выход фьючерсных контрактов на новый уровень — уровень стандартизированного биржевого финансового продукта.

Опцион дает право его держателю купить или продать определенное количество акций по курсу, зафиксированному в контракте (цена исполнения), на определенную дату в будущем (европейский опцион) или в течение определенного периода (американский опцион) у лица, выписавшего опцион, но без обязательства осуществлять эту сделку. Если в момент окончания срока европейского опциона или в течение срока американского опциона курс покупаемых (продаваемых) акций будет более выгодным, его держатель может отказаться от реализации опциона и купить (продать) акции по этому более выгодному курсу. Продавец опциона обязан по условию контракта совершить сделку с владельцем опциона даже при неблагоприятном для себя положении на фондовом рынке. За это он получает от покупателя опциона соответствующую плату (премию). В практике различают *котируемые* (обращаются на бирже опционов) и *некотируемые* (реализуются во внебиржевом обороте) опционы.

Колл-опцион — это опцион на покупку определенного количества базового актива у лица, выписавшего опцион. При его реализации курс покупки, например, акций $R_{oc} = R_0 + P$, где R_0 — цена исполнения; P — уплаченная премия. Следовательно, условие отказа от реализации опциона $R_0 > R_m$, где R_m — сложившийся рыночный курс акций.

Пример 1¹. Приобретен опцион на покупку через 90 дней акций по цене $R_0 = 510$ руб. за акцию. Уплаченная премия равна $P = 5$ руб. за акцию. Рассмотрим две ситуации (А и Б).

А. Если через 90 дней курс акций составит $R_m = 530$ руб., то $R_0 < R_m$ ($510 < 530$). Поэтому опцион реализуется при курсе покупки акций $R_{oc} = R_0 + P = 510 + 5 = 515$ руб. за акцию. Прибыль покупателя опциона равна -515 (исполнение опциона) + 530 (продажа акций по рыночному курсу) = 15 руб. на акцию.

Б. Если через 90 дней курс акций составит $R_m = 500$ руб., то будет выполнено условие отказа от реализации опциона $R_0 > R_m$ ($510 > 500$). Поэтому опцион не реализуется. Убыток покупателя опциона равен размеру уплаченной премии, т.е. 5 руб. на акцию.

¹ Представленные примеры носят условный характер и направлены лишь на понимание экономического содержания рассматриваемых категорий. Расчеты, осуществляемые на практике, значительно сложнее и информативнее. Они имеют целый ряд особенностей и нюансов, которые можно постигнуть исключительно на практике.

Пут-опцион — это опцион на продажу определенного количества базового актива лицу, выписавшему опцион. При его реализации курс продажи $R_{\text{оц}} = R_0 - P$, где R_0 — цена исполнения; P — уплаченная премия. Условие отказа от реализации опциона $R_0 < R_m$, где R_m — сложившийся рыночный курс, к примеру, акций. Рассмотрим по-прежнему две ситуации продажи опциона.

Пример 2. Приобретен опцион на продажу через 90 дней акций по цене $R_0 = 570$ руб. за акцию. Уплаченная премия равна $P = 5$ руб. за акцию.

А. Если через 90 дней курс акций составит $R_m = 550$ руб., то $R_0 > R_m$ ($570 > 550$). Поэтому опцион реализуется при курсе продажи акций $R_{\text{оц}} = R_0 - P = 570 - 5 = 565$ руб. за акцию. Прибыль покупателя опциона равна -550 (покупка акций по рыночному курсу) + 565 (исполнение опциона) = 15 руб. на акцию.

Б. Если через 90 дней курс акций составит $R_m = 580$ руб., то будет выполнено условие отказа от реализации опциона $R_0 < R_m$ ($570 < 580$). Поэтому опцион не реализуется. Убыток покупателя опциона равен размеру уплаченной премии, т.е. 5 руб. на акцию.

Стеллаж — это операция, при которой игрок продает или приобретает одновременно опционы колл и пут на одни и те же базовые активы с одной и той же ценой исполнения и датой истечения контрактов. Стеллаж осуществляется в том случае, когда одни игроки ждут значительных колебаний курса тех или иных активов, а другие ожидают определенной их стабилизации. Различают стеллаж продавца (*стеллаж вверх*) и стеллаж покупателя (*стеллаж вниз*). Продавец стеллажа рассчитывает на незначительные колебания курса базового актива в ту или иную сторону. Поэтому он продает одновременно опционы колл и пут на одни и те же, к примеру, акции. Продавец считает, что колебания курса будут незначительными и опционы предъявлены к исполнению не будут.

Пример 3. Игрок продает одновременно на одни и те же акции колл-опцион по цене 350 руб. за акцию с премией 5 руб. за акцию и пут-опцион по цене 350 руб. за акцию с премией 7 руб. за акцию. Срок исполнения опционов 60 дней. Совокупный доход от продажи опционов равен $5 + 7 = 12$ руб. за акцию.

А. Если через 60 дней курс акций составит 340 руб., то покупатель пут-опциона захочет его исполнить. Продавец опционов купит у него акции по цене 350 руб. за акцию и продаст на фондовом рынке по текущему курсу 340 руб. Прибыль продавца опционов равна $12 - 350 + 340 = 2$ руб. на акцию.

Б. Если через 60 дней курс акций составит 380 руб., то покупатель колл-опциона захочет его исполнить. Продавец опционов продаст ему акции по цене 350 руб. за акцию, предварительно купив их на фондовом рынке по текущему курсу 380 руб. Прибыль продавца опционов равна $12 - 380 + 350 = -18$ руб. на акцию, т.е. продавец опционов в этом случае получит убыток.

Чем больше изменяется курс в ту или иную сторону, тем убыточнее это для продавца опционов. Тем не менее эта операция значительно распространена, так как покупатель стеллажа прогнозирует значительное изменение курса акций конкретной фирмы, но сомневается в направлении этого изменения (падение или повышение). Поэтому он рассчитывает на получение прибыли в результате исполнения одного из двух опционов.

Пример 4. Игрок приобретает одновременно на одни и те же акции колл-опцион по цене 350 руб. за акцию с премией 5 руб. за акцию и пут-опцион по цене 350 руб. за акцию с премией 7 руб. за акцию. Срок исполнения опционов 90 дней. Покупатель стеллажа уплатил $5 + 7 = 12$ руб. за акцию.

А. Если через 90 дней курс акций составит 354 руб., то покупатель опционов исполнит колл-опцион, уплатив 350 руб. за акцию, и продаст эти акции на фондовом рынке по текущему курсу 354 руб. Прибыль покупателя опционов равна $-12 - 350 + 354 = -8$ руб. на акцию, т.е. покупатель опционов в этом случае получит убыток.

Б. Если через 90 дней курс акций составит 326 руб., то покупатель опционов купит акции на фондовом рынке по текущему курсу 326 руб. и исполнит пут-опцион по цене 350 руб. за акцию. Прибыль покупателя опционов равна $-12 - 326 + 350 = 12$ руб. на акцию.

Чем больше изменяется курс в ту или иную сторону, тем прибыльнее это для покупателя опционов.

Стрэнгл — это покупка или продажа опционов колл или пут на одни и те же базовые активы с одинаковым сроком истечения контрактов, но с разной ценой исполнения.

Пример 5. Цена исполнения колл-опциона 350 руб. за акцию, премия 3 руб. за акцию. Цена исполнения пут-опциона на эти же акции 320 руб. за акцию, премия 7 руб. за акцию. Срок исполнения опционов 60 дней.

А. Если через 60 дней курс акций составит 340 руб., то покупатель опционов откажется от их исполнения. Его убыток равен размеру уплаченной премии, т.е. $3 + 7 = 10$ руб. на акцию.

Б. Если через 60 дней курс акций составит 370 руб., то покупатель опционов исполнит колл-опцион. Его прибыль равна -350 (исполнение колл-опциона) $+ + 370$ (продажа акций на фондовом рынке) $- 10$ (уплаченная премия) $= 10$ руб. на акцию.

Одновременная покупка или продажа двух разных опционов на одни и те же акции служит инструментом страхования от финансовых потерь и источником получения прибыли от сделок.

Спред — это сделка с опционами, при которой доход игрока формируется из разницы между премией, полученной за проданный опцион, и премией, уплаченной за купленный опцион.

По типам различают *спред «быка»* и *спред «медведя»*, а по видам — *купля-продажа колл-опционов* и *купля-продажа пут-опционов*. Игрок

одновременно продает и покупает опционы на одни и те же акции конкретной фирмы, но с разной ценой или временем действия контракта.

Пример 6. Игрок «бык» рассчитывает на повышение курса акций. Он приобретает колл-опцион с ценой исполнения 500 руб. за акцию и премией 5 руб. за акцию. Одновременно игрок продает такой же колл-опцион с ценой исполнения 550 руб. за акцию и премией 7 руб. за акцию. Срок исполнения опционов 90 дней.

Первоначальный вклад в исполнение спреда равен $7 - 5 = 2$ руб. на акцию.

Если через 90 дней курс акций составит 560 руб., то оба опциона будут исполнены. Игрок купит акции по цене 500 руб. за акцию и вынужден будет их продать по цене 550 руб. за акцию. Прибыль игрока равна $550 - 500 + 2 = 52$ руб. на акцию.

Если через 90 дней курс акций составит 540 руб., то опцион с ценой исполнения 550 руб. за акцию реализован не будет. Игрок реализует опцион с ценой исполнения 500 руб. за акцию. Прибыль игрока равна -500 (исполнение опциона) $+ 540$ (продажа акций на фондовом рынке) $+ 2 = 42$ руб. на акцию.

Если через 90 дней курс акций составит 490 руб., то опционы исполнены не будут. Прибыль игрока равна 2 руб. на акцию.

Аналогично разбираются и другие возможные спреды.

Варрант — это колл-опцион, выписанный фирмой на свои акции. Варранты обычно эмитируют на более длительный срок (например, пять или более лет), чем типичные колл-опционы. Выпускаются также бессрочные варранты. Обычно варранты могут исполняться до даты истечения, как американские опционы, но по некоторым из них до возможного момента погашения должен пройти определенный начальный период. Цена исполнения варранта может быть фиксированной или изменяться в течение действия варранта, обычно в сторону увеличения. Цена исполнения в момент выпуска варранта, как правило, устанавливается значительно выше рыночной цены базового актива. В момент выпуска один варрант обычно дает право держателю купить одну акцию по соответствующей цене исполнения. Большинство варрантов защищены от дробления акций и выплаты дивидендов акциями, т.е. при дроблении акций или выплате дивидендов акциями варрант позволит инвестору купить больше или меньше чем одну акцию по изменившейся цене исполнения.

Одно из отличий варранта от колл-опциона — это ограниченное количество варрантов. Всегда выпускается только ограниченное количество варрантов, которое сокращается по мере их исполнения. А колл-опцион возникает, как только два лица пожелают его создать. Исполнение колл-опциона влияет на фирму не больше, чем сделка с ее акциями на вторичном рынке. Исполнение варранта оказывает определенный эффект на положение предприятия; оно получает больше средств, увеличивается количество выпущенных акций и сокращается количество варрантов.

Права — это колл-опционы, выпущенные предприятием на свои акции. Они дают акционерам преимущественные права в отношении подписки на новую эмиссию обыкновенных акций до их публичного размещения. Каждая акция, находящаяся в обращении, получает одно право. Одна акция приобретается за определенное количество прав плюс денежная сумма, равная цене подписки. Подписная цена на новые акции обычно устанавливается ниже рыночного курса акций на момент выпуска.

Права обычно имеют короткий период действия (от двух до десяти недель с момента эмиссии) и свободно обращаются до момента их исполнения. Вплоть до определенной даты старые акции продаются вместе с правами, т.е. покупатель акции получит и права, когда они будут выпущены. После этой даты акции продаются без прав по более низкой цене. Иногда права на популярные выпуски акций продаются на бирже, в других случаях — на внебиржевом рынке.

Права не защищены от дробления акций и выплаты дивидендов акциями.

Фьючерсный контракт (сокращенно — **фьючерс**) — это контракт на покупку определенной партии товара по цене, устраивающей обе стороны в момент заключения сделки, а сам товар поставляется продавцом спустя довольно продолжительное время. Фьючерс — это ценная бумага второго порядка, которая является объектом сделок на фондовом рынке. Лиц, покупающих и продающих фьючерсные контракты, можно определить как хеджеров или спекулянтов. *Хеджеры* участвуют во фьючерсных сделках в основном для уменьшения риска, так как данные лица или производят, или используют актив в рамках своего бизнеса. *Спекулянты* заключают фьючерсные контракты в целях получения прибыли в короткие сроки. Основными товарами, по которым заключаются фьючерсные контракты, являются зерно, драгоценные и цветные металлы, нефть и нефтепродукты.

С 1970-х гг. на основных биржах были внедрены финансовые фьючерсные контракты на иностранную валюту, ценные бумаги с фиксированным доходом и рыночные индексы. По объему торговли сейчас в России они имеют гораздо более принципиальное значение, чем базисные активы и традиционные фьючерсные контракты.

Фьючерсный контракт на рынке финансовых активов — это договор между двумя инвесторами, согласно которому один из них берет на себя обязательство по окончании срока договора продать другому инвестору (или купить у него) определенное количество ценных бумаг по заранее оговоренной цене. Хотя в таком контракте определяется цена покупки, но актив до даты поставки не оплачивается. Участники сделки несут ответственность за обязательное выполнение условий контракта. Фьючерсные контракты заключаются на такие активы, как сельскохозяйственные товары, сырьевые ресурсы, иностранная

валюта, ценные бумаги с фиксированными доходами, рыночные индексы, банковские депозиты. Фьючерсные контракты заключаются только на бирже.

Основное отличие фьючерса от опциона состоит в том, что во фьючерсном контракте реализуется не право, а *безоговорочное обязательство* лица, заключившего договор, в любом случае исполнить контракт в указанный в нем срок. Поэтому и финансовый риск, связанный с фьючерсом, гораздо выше, чем при операции с опционом.

Целью фьючерсных сделок является страхование (хеджирование) от финансовых потерь в связи с неблагоприятной конъюнктурой на рынке, а также увеличение прибыли в результате спекулятивных операций на бирже. Торговля фьючерсами позволяет снизить риск финансовых потерь в случае резких колебаний цен, уменьшить размер резервного фонда, необходимого для покрытия убытков, ускорить возврат в налично-денежной форме авансированного капитала, снизить издержки обращения.

Объектом заключения фьючерсных контрактов на фондовом рынке являются *ценные бумаги без покрытия* — ценные бумаги, которые фактически не принадлежат продавцу, а заимствуются им у третьего лица под залог в 40–60%.

Пример 7. Игрок заключает фьючерсный контракт на продажу без покрытия акций по цене 500 руб. за акцию.

Если на дату реализации контракта курс акций снизится до 300 руб., то игрок продает акции и получает прибыль $500 - 300 = 200$ руб. на акцию. Если на дату реализации контракта курс акций поднимется до 800 руб., то убыток игрока равен $800 - 500 = 300$ руб. на акцию.

Одной из самых популярных фьючерсных сделок стали операции по индексам. Они представляют собой контракт о купле-продаже воображаемого пакета ценных бумаг, собранного из акций крупнейших компаний, чья рыночная стоимость при суммировании определяет величину биржевых индексов, таких как РТС в России, *Nikkei* в Японии, *Dow-Jones* в США. Предположим, что текущая цена типичного пакета, составленного из 500 акций крупнейших предприятий США, по которому рассчитывается индекс *S&P-500*, составляет 170 тыс. долл. США. Если через час индекс идет вниз, т.е. суммарная курсовая стоимость входящих в него акций снижается до 167 тыс. долл., то игрок, продавший индексный портфель, вновь покупает его и, таким образом, завершает операцию с прибылью в 3 тыс. долл. США.

Форвардный контракт — это соглашение между сторонами о будущей поставке базисного актива, которое заключается вне биржи. Все условия сделки оговариваются в момент заключения договора. Исполнение контракта происходит в соответствии с данными усло-

виями в назначенные сроки. Форвардный контракт заключается, как правило, в целях осуществления реальной продажи или покупки соответствующего актива и страхования поставщика или покупателя от возможного неблагоприятного изменения цены.

Форвардный контракт предполагает обязательность исполнения, но стороны не застрахованы от его неисполнения в случае банкротства или недобросовестности одного из участников сделки. Поэтому до заключения контракта партнерам следует выяснить платежеспособность и репутацию друг друга. Форвардный контракт может заключаться с целью игры на разнице курсовой стоимости активов. Лицо, открывающее длинную позицию, рассчитывает на рост цены базисного актива, а лицо, открывающее короткую позицию, — на понижение его цены. Так, получив акции по форвардному контракту по одной цене, инвестор продает их на спотовом рынке по более высокой цене спот (в случае, конечно, если его расчеты были сделаны правильно и курс актива повысился). Вторичный рынок форвардных контрактов на большую часть активов развит слабо, так как по своим характеристикам форвардный контракт — это контракт индивидуальный. Исключение составляет форвардный валютный рынок. Заключая форвардный контракт, стороны согласовывают цену, по которой будет исполнена сделка. Данная цена называется ценой поставки. Она не меняется в течение всего срока действия форвардного контракта.

В связи с форвардным контрактом возникло понятие форвардной цены. Для каждого момента времени форвардная цена для данного базисного актива — это цена поставки, зафиксированная в форвардном контракте, который был заключен в этот момент. Существует два подхода к определению форвардной цены.

Согласно первому форвардная цена возникает как следствие ожиданий участников срочного рынка относительно будущей цены своп.

Второй подход — арбитражный — строится на технической взаимосвязи между форвардной и текущей спотовой ценами, которая определяется существующей на рынке ставкой без риска. Причем допускается, что инвестору безразлично, приобретать ли актив на спотовом рынке сейчас или по форвардному контракту в будущем.

Своп — это соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Существует несколько видов свопов.

Процентный своп — состоит в обмене долгового обязательства с фиксированной процентной ставкой на обязательство с плавающей ставкой.

Участвующие в свопе лица обмениваются только процентными платежами, но не номиналами. Платежи осуществляются в единой

валюте, причем стороны по условиям свопа обязуются обмениваться платежами в течение нескольких лет (от двух до 15). Одна сторона уплачивает суммы, которые рассчитываются на базе твердой процентной ставки от номинала, зафиксированного в контракте, а другая сторона — суммы согласно плавающему проценту от данного номинала. В качестве плавающей ставки в свопах часто используют ставку *LIBOR* (*London Interbank Offer Rate*). Лицо, которое осуществляет фиксированные выплаты по свопу, обычно называют покупателем свопа, лицо, осуществляющее плавающие платежи, — продавцом свопа. С помощью свопа участвующие стороны получают возможность обменять свои твердые процентные обязательства на обязательства с плавающей процентной ставкой, и наоборот. Необходимость такого обмена может возникнуть, например, если сторона, выпустившая твердое процентное обязательство, ожидает падения в будущем процентных ставок. Тогда с помощью обмена фиксированного процента на плавающий она может снять с себя часть финансового бремени по обслуживанию долга. Компания же, выпустившая обязательства под плавающий процент и ожидающая в будущем роста процентных ставок, сможет избежать увеличения своих выплат по обслуживанию долга за счет обмена плавающего процента на фиксированный.

Валютный своп — представляет собой обмен номинала и фиксированных процентов в одной валюте на номинал и фиксированный процент в другой валюте. Иногда реального обмена номинала может не происходить.

Осуществление валютного свопа может быть обусловлено различными причинами, например валютными ограничениями по конвертации валют, желанием устранить валютные риски или стремлением выпустить облигации в валюте другой страны в условиях, когда иностранный эмитент слабо известен в данной стране и поэтому рынок данной валюты напрямую для него недоступен.

Своп активов — состоит в обмене активами с целью создания синтетического актива, который бы принес более высокую доходность.

Существует еще много разновидностей свопов, самым распространенным из которых является товарный своп, о котором будет сказано чуть ниже.

Кредитный дефолтный своп (*credit default swap, CDS*) — финансовый дериватив инновационного поколения, согласно которому «покупатель» делает разовые или регулярные взносы (уплачивает премию) «продавцу», который берет на себя обязательство погасить выданный «покупателем» кредит третьей стороне в случае невозможности погашения кредита должником (дефолт третьей стороны). «Покупатель» получает ценную бумагу — своего рода страховку выданного ранее кредита или купленного долгового обязательства. В случае дефолта

«покупатель» передаст «продавцу» долговые бумаги (кредитный договор, облигации, векселя), а в обмен получит от «продавца» сумму долга плюс все оставшиеся до даты погашения проценты.

«Покупателем» обычно является банк, который сам берет кредиты для своих операций. В обеспечение своих кредитов (или иных обязательств) он теперь может предложить гарантию уплаты в форме ранее приобретенного дефолтного свопа. Это резко понижает необходимость требовать дополнительные формы гарантий, например в форме залога или операций РЕПО.

Таким образом, экономический смысл данного дериватива состоит в том, что он позволяет передавать кредитный риск по долговым инструментам третьей стороне за определенную плату. Возможность получения выгоды от кредитной операции с одновременной передачей кредитного риска чрезвычайно привлекательна для банков и других финансовых институтов, которые для получения адекватной рентабельности капитала вынуждены перегружать баланс заемными средствами, принимая депозиты и долговые обязательства, достаточно часто невозвратные.

История развития дефолтных свопов началась на рубеже XX и XXI вв. В декабре 1997 г. сотрудники банка *JP Morgan* скомпоновали 300 разноплановых кредитов, предоставленных банком «голубым фишкам» фондового рынка (*Ford, Wal-Mart, IBM* и т.п.) на общую сумму в 9,7 млрд долл., выделили самые рискованные и использовали их в качестве объекта страхования через дефолтный своп. По сути, было объявлено, что банк *JP Morgan* будет регулярно платить премию тому, кто возьмет на себя риск невозврата по этим кредитам. Учитывая, что речь шла о лидерах фондового рынка, никому не могло прийти в голову, что *IBM* или *Ford* обанкротятся или откажутся выполнять долговые обязательства. Нашлось довольно много желающих принять на себя подобный «риск», т.е. выступить гарантом оплаты. У банка появились дополнительные расходы на премию, но при этом он высвободил из резервного фонда сотни миллионов долларов, которые были направлены в оборот и принесли дополнительный доход.

Кредитный дефолтный своп в форме ценной бумаги, которую можно перепродавать, решает сразу несколько задач:

- 1) кредитные риски отделяются от возможности получать проценты по выданным кредитам;
- 2) передача риска другой структуре позволяет размораживать банковские резервы на случай невозвратов, такие резервы теперь вообще можно не создавать;
- 3) стоимость дефолтных свопов меньше, чем традиционный страховой полис, так как у страховых организаций законодательство требует создания соответствующих резервов, а для продавцов дефолтных свопов такие требования отсутствуют;

4) продавцами инструмента могут выступать не только страховые компании и хеджевые фонды, но и желающие подзаработать банки, пенсионные и инвестиционные фонды, просто крупные компании и даже частные лица.

В течение последних лет кредитные дефолтные свопы стали популярны в США по мере взрывного роста кредитных рисков. Так как этот финансовый инструмент не контролируется ни биржами, ни государственными структурами, нет точных сведений об объеме оборота кредитных дефолтных свопов. Считается, что на конец II квартала 2008 г. этот рынок составлял 15,5 трлн долл. в США (объем ВВП в 2007 г. — 13,8 трлн долл.) и около 60 трлн долл. в мире (мировой ВВП — 55 трлн). Центром торговли в последние годы стал Лондон.

Дефолтные свопы похожи на страхование, так как могут использоваться кредиторами для хеджирования рисков неплатежа по займам. Однако существуют принципиальные отличия от страхования.

1. Объектом дефолтного свопа может быть любое долговое обязательство — от контракта на поставку товара до всего веера производных долговых обязательств, в основе которых лежат транши ипотечных кредитов.

2. «Покупатель» и «продавец» могут не иметь прямых отношений с объектом дефолтного свопа, например когда страхуются обязательства по купленным на вторичном рынке облигации или опционе.

3. В отличие от страхового полиса дефолтный своп является передаваемой ценной бумагой и его можно продавать и покупать неограниченное количество раз.

4. Нерегулируемый статус позволяет покупать и продавать этот дериватив не на бирже, а в частном порядке.

5. Отсутствуют юридические требования по наличию у продавца свопа активов, соответствующих возможному обязательству.

Все это делает систему дефолтных свопов привлекательной для спекулятивных операций, но не очень устойчивой при экономическом кризисе. Нужно учитывать, что около 30% всех дефолтных свопов продали хеджевые фонды, которые вырученные от продажи средства часто направляют на фондовый рынок. Падение фондового рынка приведет к уменьшению активов таких хеджевых фондов. И если в этой ситуации к ним начнут массово обращаться за выплатами по дефолтным обязательствам, активов фондов может не хватить. Из-за мирового финансового кризиса (2008) ожидается волна корпоративных банкротств, что вынудит покупателей дефолтных свопов попытаться получить сотни миллиардов долларов от своих контрагентов (страховщиков). Для осуществления выплат страховщики будут вынуждены распродавать свои активы. Это может еще более усложнить финансовый кризис.

Конвертируемые ценные бумаги (привилегированные акции или облигации) предоставляют держателю возможность в будущем обменять их на обыкновенные акции предприятия. Конверсия ценных бумаг не предполагает внесения инвестором дополнительной платы, поэтому она не приносит ему дополнительного капитала. Однако сам факт расширения возможностей, предоставляемых кредитором, может способствовать снижению ставки дохода, выплачиваемого заемщиком по конвертируемым облигациям.

Внебиржевые производные инструменты

Внебиржевой рынок предлагает для управления рисками более широкий выбор средств, чем традиционные биржевые производные инструменты. Практика свидетельствует об определенных преимуществах внебиржевых производных инструментов, к которым относятся:

1. Способность конструирования любых инструментов, отвечающих потребностям клиента. В эпоху развития финансовой индустрии и глобализации это имеет принципиальное значение.

2. **Дюрация** (срок действия) портфеля, составленного из внебиржевых инструментов, может быть значительно более длинной, с глубиной сроков до нескольких лет (на товарных рынках встречаются инструменты с дюрацией до трех лет).

3. Отсутствие ежедневных требований по вариационной марже.

4. Отсутствие позиционных лимитов и ограничений на долю рынка.

В то же время к основному недостатку следует отнести затруднения, возникающие зачастую при закрытии позиции, так как инструменты разрабатываются специально под требования определенного клиента.

Внебиржевые производные инструменты могут быть сконструированы различными способами. В то же время существует несколько стандартных продуктов, которые используются наиболее часто, к ним в первую очередь относится **товарный своп** в силу широкого распространения этого инструмента. Изначальная цель товарного свопа — распределение ценового риска между клиентом и финансовым посредником. Своп представляет собой обмен потоками платежей, когда одна из сторон соглашается купить или продать данный товар за фиксированную цену в определенные даты, а другая сторона готова соответственно продать или купить этот товар по текущей рыночной цене в те же самые даты. Фактически возникающие при этом потоки платежей компенсируют друг друга, и в результате в оговоренные даты одна из сторон выплачивает другой разницу между текущей и фиксированной ценой. Цель такой операции заключается в обеспечении фиксированной цены для одной из сторон. Использовать этот инструмент может, например, потребитель, который желает платить за данный товар установленную цену, внесенную в его годовой бюджет.

Фиксированная цена, которую в конечном итоге заплатит этот клиент, будет складываться из текущей рыночной цены товара и выплаты по свопу. Любое повышение цены бюджетного актива будет компенсировано выплатой, получаемой клиентом от контрагента, платящего текущую цену.

Производитель же, напротив, должен быть заинтересован в получении возможности фиксировать цену продажи произведенного им товара, что он также может сделать через свопы. Любое падение цены товара будет компенсировано платежом контрагента по свопу.

Однако использование только свопов для снижения ценовых рисков весьма опасно. Например, производитель пшеницы, зафиксировав при помощи свопа цену ее продажи, в неурожайный год может получить значительные убытки, испытав затруднения с исполнением своих обязательств по свопу, если цена на пшеницу сильно возрастет. В этой ситуации производителю лучше использовать опцион на своп (или своп-опцион).

Существует еще несколько разновидностей внебиржевых производных инструментов. Представим некоторые из них (табл. 3.23).

Внебиржевые производные инструменты, предлагаемые брокерами, стали одним из наиболее удобных способов управления ценовыми

Таблица 3.23

Внебиржевые деривативы

<i>Вид дериватива</i>	<i>Основные характеристики</i>
Своп-опцион (<i>swaptions</i>)	Инструмент, представляющий покупателю право, но не обязательство заключать своп
Своп-опционы на среднее значение, или азиатские своп-опционы (<i>average rate swaptions or asian swaptions</i>)	Инструменты, основанные на цене товара, усредненной определенным образом за некоторый промежуток времени. Данный продукт увеличивает степень защищенности клиента от резких однодневных скачков цены, обусловленных краткосрочной конъюнктурой рынка
Корзинные своп-опционы (<i>basket swaptions</i>)	Инструменты, основанные на цене комбинированного портфеля, состоящего из набора товаров. Каждый товар, входящий в корзину, имеет в ней собственный вес, отвечающий запросам клиентов, что позволяет им осуществлять управление рисками, возникающими от изменения цен нескольких товаров, при помощи одного инструмента
Опционы на опционы (<i>compound options</i>)	Инструменты, предоставляющие покупателю право, но не обязанность приобрести лежащий в их основе обычный (базовый) опцион на более позднюю дату

рисками. Возникнув на денежном рынке, эти инструменты сравнительно недавно получили распространение и в товарном секторе.

Рынки производных инструментов высоко концентрированы в международном масштабе и в последние два десятилетия были наиболее быстрорастущими. Ведущей биржей по производным финансовым инструментам является Чикагская товарная биржа (*CME*). На втором месте стоит Чикагская торговая палата (*CBT*). Далее идет Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов (*LIFFE*). Практически половина всей мировой биржевой торговли производными инструментами сосредоточена на этих трех биржах.

Для регулирования международного срочного рынка (рынка деривативов) была создана Международная ассоциация свопов и деривативов (*International Swaps and Derivatives Association, ISDA*), которая регулярно проводит съезды своих членов. В последнее десятилетие проблемы, решаемые этой ассоциацией, посвящены регулированию финансовых рынков и проведению гармонизации международного регулирования в управлении рисками, с тем чтобы обеспечить безопасное игровое поле для участников рынка.

Производные ценные бумаги стимулируют развитие на финансовых рынках трех основных стратегий.

1. **Спекуляция** — игра на курсовой стоимости контрактов.
2. **Хеджирование** — страховка базового актива от неблагоприятной ценовой конъюнктуры на основном рынке путем открытия противоположной позиции на срочном рынке.
3. **Арбитраж** — игра на разнице стоимости между разными торговыми площадками. Заключается в одновременном открытии противоположных позиций на разных торговых площадках.

Многообразие классификаций финансовых рынков, выделение новых их видов в зависимости от финансового актива, обращающегося на нем, порождают новую классификацию финансовых инструментов (табл. 3.24).

Процесс знакомства с финансовыми инструментами еще не исчерпан, поскольку финансовые рынки и посредники функционируют для того, чтобы удовлетворять потребности субъектов рынка (государства, бизнеса, домашних хозяйств), а эти субъекты продуцируют новые инструменты.

Процессы инновационного развития финансовых рынков приводят к возникновению все новых и новых финансовых инструментов, сегодня теория и практика оперируют термином «финансовая индустрия», причиной становления которой явилось развитие финансовых рынков и выполнение ими функций ценообразования на финансовые активы.

Альтернативность видения финансовых инструментов

Вид рынка	Виды финансовых инструментов
Фондовый рынок	Акции, облигации, деривативы
Кредитный рынок	<p><i>Денежные активы</i> (основной объект кредитных договоров между кредитором и заемщиком)</p> <p><i>Чеки</i></p> <p><i>Аккредитивы</i></p> <p><i>Векселя</i></p> <p><i>Залоговые инструменты</i></p> <p><i>Прочие</i> финансовые инструменты кредитного рынка (де-визы, коносамент и т.п.)</p>
В том числе валютный рынок	<p><i>Документарный валютный аккредитив</i> — это обязательство банка покупателя выплатить бенефициару (продавцу/поставщику) за счет своего заказчика определенную сумму в согласованной валюте при условии предоставления бенефициаром в установленный срок документов, соответствующих условиям аккредитива, и выполнения иных условий, оговоренных в аккредитиве.</p> <p><i>Валютный банковский чек</i> — ценная бумага, содержащая ничем не обусловленное распоряжение чекодателя банку произвести платеж указанной в нем суммы чекодержателю. Чекодателем является лицо, имеющее денежные средства в банке, которыми он вправе распоряжаться путем выставления чеков; чекодержателем — лицо, в пользу которого выдан чек; плательщиком — банк, в котором находятся денежные средства чекодателя. <i>Валютный банковский вексель</i> — одностороннее, ничем не обусловленное обязательство банка, выпускавшего вексель, по уплате обозначенному в нем лицу, его приказу или правопреемнику определенной суммы в установленный срок.</p> <p><i>Переводной валютный коммерческий вексель</i> — предложение иному указанному в векселе плательщику уплатить по наступлении предусмотренного векселем срока определенную денежную сумму в конкретном месте. Вексель может быть ордерным (на предъявителя) или именовым. В обоих случаях передача прав по векселю происходит путем совершения специальной надписи — индоссамента, хотя для передачи ордерного векселя индоссамент не обязателен. Это существенно отличает вексель от передачи прав требования по сессии. <i>Индоссамент</i> может быть бланковым (без указания лица, которому передан вексель) или именовым (с указанием лица, которому должно быть произведено исполнение). Лицо, передавшее вексель посредством индоссамента, несет ответственность перед последующими векселедержателями наравне с векселедателем.</p>

Вид рынка	Виды финансовых инструментов
	<i>Валютный своп</i> — это комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами валютирования. Применительно к свопу дата исполнения более близкой сделки называется датой валютирования, а дата исполнения более удаленной по сроку обратной сделки — датой окончания свопа (<i>maturity</i>), другие финансовые инструменты валютного рынка (договор «репо» на валюту, валютные депозиты и т.п.)
Страховой рынок	<i>Контракты на конкретные виды страховых услуг (страховых продуктов)</i> — это сделка, заключенная между продавцом страховой услуги (страховщиком) и покупателем, который может быть непосредственно потребителем страховой услуги (в этом случае он будет страхователем) или определяющим потребителя страховой услуги (застрахованного). <i>Аварийная подписка (аварийный бонд)</i> — обязательство получателя груза, выдаваемое его перевозчику, например капитану судна, уплатить причитающуюся с него долю расходов в случае аварии транспортного средства
Рынок золота	Золото как <i>финансовый авуар</i> — актив, за счет которого могут быть произведены платежи и погашены обязательства их владельцев. Система разнообразных <i>деривативов</i> (опционы, фьючерсы и т.п.)

3.4. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

Основное назначение финансовых рынков — формирование ставок доходности (процентных ставок) по всем видам финансовых активов.

Процентной ставкой называют обещанную ставку доходности по заимствованным средствам. Существует столько же различных ставок, сколько имеется вариантов заимствований средств. Равновесная ставка процента является результатом взаимодействия спроса и предложения на финансовом рынке. Однако финансовый рынок, как и определяемая процентная ставка, — результат агрегирования отдельных кредитных рынков, на каждом из которых устанавливается своя ставка процента. На рынке капитала предметом сделок являются долгосрочные ценные бумаги (корпоративные и государственные облигации и корпоративные акции), а субъектами сделок являются государство, домохозяйства, фирмы и финансовые посредники, прежде всего коммерческие банки. Обозначим доходность данного типа финансовых инструментов $r_{\text{и}}$. На рынке банковского кредита коммерческие банки предоставляют населению и бизнесу кратко-, средне- и дол-

госрочные кредиты по дифференцированным ставкам процента r_S . На рынке депозитов население и бизнес предоставляют коммерческим банкам кредиты по ставке r_{IF} дифференцированной по срокам. Коммерческий банк может пополнить свои резервы:

- взять кредиты в банке России по ставке рефинансирования r_d ;
- взять кредит у другого коммерческого банка (межбанковский кредит) по ставке r_T ;
- продать на открытом рынке ценных бумаг краткосрочные ценные бумаги правительства (казначейские векселя, ГКО, ОФЗ). Процентная ставка кредита — r_B .

В рыночной экономике чаще всего эти ставки находятся в определенной системе взаимосвязи:

$$r_S > r_W > r_T > r_d > r_B > r_{IF}$$

Изменение процентной ставки на одном из кредитных рынков приводит к собой корректировку цены кредита на других рынках.

На основе рыночных данных разрабатываются методики расчета процентных ставок, отражающие соответствующие котировки рынка, данные методики разнообразны. Например, существует Положение о формировании индикативной ставки предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке *MosIBOR-Moscow Interbank Offered Rate*. Индикативная ставка предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке *MosIBOR-Moscow Interbank Offered Rate (MosIBOR)* устанавливается Национальной валютной ассоциацией (НВА). НВА формирует *MosIBOR* на основе ставок размещения рублевых кредитов (депозитов), объявляемых ведущими российскими банками — операторами межбанковского рынка.

Основной метод расчета ставки следующий.

1. Индикативная ставка *MosIBOR* рассчитывается на основе ставок, объявляемых 16 российскими банками в разрезе следующих сроков кредитования:

- *overnight*;
- 1 неделя;
- 2 недели;
- 1 месяц;
- 2 месяца;
- 3 месяца.

2. При расчете для каждого периода из полученных от банков ставок отсекаются четыре самые низкие и четыре самые высокие. Из оставшихся восьми получают среднее арифметическое значение, которое публикуется как индикативная ставка *MosIBOR*. Если ставки представили меньшее количество банков, в расчет принимается только половина этих ставок, имеющих среднее значение. Индексы не рас-

считываются в случае, если на момент расчета ставки представили менее 10 банков.

3. При расчете объявляемых ставок банками в качестве основы должны приниматься ставки по кредитам (депозитам):

- размещаемым на московском межбанковском рынке в разумных рыночных объемах;
- являющимся стандартными и необеспеченными;
- выдаваемым в соответствии с требованиями, установленными российским законодательством.

4. Информационным партнером НВА по расчету индикативной ставки *MosIBOR* является московский филиал агентства Рейтерс. Банки вводят свои ставки в телекоммуникационную систему агентства Рейтерс между 11:45 и 12:15 по московскому времени. Агентство Рейтерс публикует среднюю ставку *MosIBOR*¹.

Размер процентной ставки по любому виду финансовых инструментов зависит от целого ряда факторов, наиболее важными из которых являются расчетная денежная единица, срок платежа и риск невыполнения заемщиком условий кредитного соглашения или риск дефолта. Рассмотрим эти факторы подробнее применительно к долговым финансовым инструментам.

1. Расчетная денежная единица представляет собой денежную единицу, в которой при конкретной ситуации производятся платежи. Это чаще всего национальная валюта, если она конвертируемая (резервная), в зависимости от которой процентная ставка варьируется (носитель валютного риска).

2. Срок платежа по инструменту с фиксированным доходом — это время, в течение которого планируется выплатить всю занятую сумму. При этом следует заметить, что процентная ставка по краткосрочным кредитам чаще всего ниже, чем по долгосрочным, но бывают исключения.

3. Риск неплатежа представляет собой вероятность того, что какая-то часть процентов или основной суммы долга по инструменту с фиксированным доходом будет не выплачена заемщиком. Чем выше степень риска, тем выше ставка процента, которую обещает заемщик, чтобы продать свои ценные бумаги.

4. Инфляция и ее влияние на реальные процентные ставки.

Теперь рассмотрим, каким образом данные факторы на практике влияют на ставки процента.

¹ Положение о формировании индикативной ставки предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке *MosIBOR* — *Moscow Interbank Offered Rate*.

3.4.1. ВЛИЯНИЕ РАСЧЕТНОЙ ДЕНЕЖНОЙ ЕДИНИЦЫ

Инструмент с фиксированным доходом считается безрисковым только по отношению к конкретной расчетной денежной единице, в которой он номинирован. При изменении расчетной денежной единицы процентная ставка может резко увеличиться или уменьшиться.

Пример. Предположим, что процентная ставка по ОФЗ намного выше, чем по государственным краткосрочным обязательствам в США. Учитывая, что облигации имеют одинаковый срок погашения и являются безрисковыми бумагами, не приведет ли это к тому, что все инвесторы предпочтут бумаги РФ? В данном случае ответ отрицательный, потому что ставки выражены в различных расчетных денежных единицах. Чтобы сделать компетентное заключение, проведем конкретные расчеты, используя следующие данные.

Процентная ставка по облигациям в США — 3%, а по ОФЗ — 9%.

Валютный курс — 1 долл. = 32 руб. Срок инвестирования 1 год.

Вы — американский инвестор, который хочет вложить свои средства в надежные инструменты с максимальным доходом. Купив американские облигации, вы гарантируете себе 3% дохода. Если же приобрести российские облигации, ставка доходности в долларах будет зависеть от того, каким будет курс обмена рубля и доллара через год. Предположим, вы решили приобрести российские облигации на 3200 руб. Чтобы это сделать, вам придется конвертировать 100 долл. в рубли, т.е. сумма вашего первоначального вложения составит 100 долл. Поскольку процентная ставка в России равна 9%, то через год вы получите 3488 руб. ($3200 \cdot 1,09$). Однако стоимость этой суммы, переведенной в доллары, предвидеть невозможно, поскольку валютный курс за год может измениться.

Фактическая ставка доходности:

Ставка доходности (долларовая) = $(3488 \text{ руб.} \cdot \text{Будущий курс руб. в долл.} - 100 \text{ долл.}) / 100 \text{ долл.}$

Расчет: предположим, что через год курс долл. в руб. составил 34 руб., следовательно, курс руб. в долл. = $1/34 = 0,02941$.

Ставка доходности (долларовая) = $(3488 \cdot 0,02941 - 100) / 100 = 0,0258823$.

Таким образом, ваша реальная ставка доходности составит 2,588%, что меньше 3%. Это означает, что американскому инвестору невыгодно вкладывать средства в ОФЗ.

Задача: как должен измениться валютный курс, чтобы американский инвестор получил 3% годовых и выше?

$$3\% = (3488 \cdot X - 100) / 100;$$

$$0,03 = 3488 \cdot X - 100;$$

$$100,03 = 3488X;$$

$$X = 0,02864, \text{ или } 1 \text{ долл.} = 28,64 \text{ руб.}$$

Следовательно, доллар должен упасть до величины 28,64 руб. за доллар.

3.4.2. ВЛИЯНИЕ СРОКА ПЛАТЕЖА

Чтобы реально представить, как влияет срок платежа на процентные ставки, отобразим кривую доходности (*yield curve*) по коротким и длинным бумагам. Кривая доходности отображает соотношение между размерами процентных ставок (доходностью) по инструментам с фиксированным доходом, выпущенным в обращение российским правительством, и сроками их погашения. Обычно, если ожидается рост процентных ставок, кривая доходности направлена вверх, и наоборот, если предполагается их значительное уменьшение. Однако различия в уровне дохода по коротким и длинным бумагам больше при стремительном росте кривой дохода, чем отрицательная разница при круто понижающейся кривой. Другими словами, кривая наклона имеет тяготение к положительному наклону и имеет следующий вид (рис. 3.9).

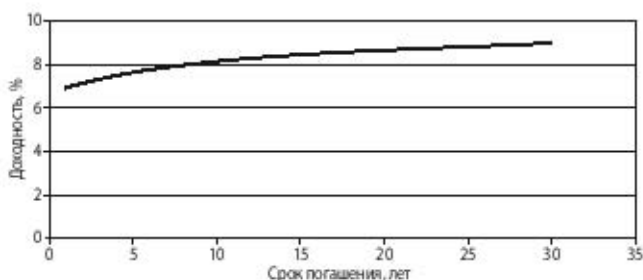


Рис. 3.9. Кривая доходности ценных бумаг Министерства финансов РФ (по данным *RUS BONDS* группы Интерфакс) на 9 ноября 2009 г.

Рисунок 3.9 иллюстрирует, что доходность ценных бумаг в значительной степени зависит от срока их погашения, эта зависимость является прямо пропорциональной, и кривая имеет положительный наклон. Следует подчеркнуть, что рис. 3.9 иллюстрирует такое положение кривой доходности, которое одновременно отражает тенденции и американского фондового рынка.

Следовательно, можно говорить об экспорте трендов американского фондового рынка на российский. Свидетельством этого факта является и поведение бескупонных доходностей, кривая которых представлена на рис. 3.10.

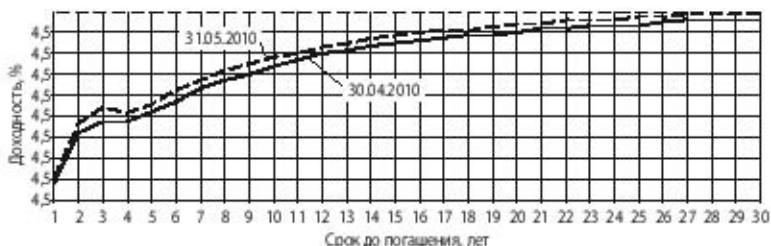


Рис. 3.10. Кривая бескупонной доходности

3.4.3. ВЛИЯНИЕ РИСКА НЕПЛАТЕЖА¹

Чем выше риск неплатежа по инструментам с фиксированным доходом, тем выше процентная ставка по ним, даже если все остальные характеристики остаются неизменными (табл. 3.25). Риск неплатежа подразумевает опасность невыплаты заемщиком суммы долга по кредиту или процентов по нему. Инвестор соотносит степень риска с рыночной премией: чем выше риск, тем выше премия; при этом государственные облигации рассматриваются как безрисковые.

Таблица 3.25

Сравнение доходности ценных бумаг (%)

<i>Виды ценных бумаг и срок их функционирования</i>	<i>Доходность</i>
Корпоративные:	
РЖД — 10-об	10,15
ХКФ Банк — 5-об	17,54
Государственные:	
ОФЗ-ПД 25062	8,4
ОФЗ-ПД 26202	8,71

Из табл. 3.25 следует, что существует разница показателей доходности различных видов ценных бумаг; в данном случае государственные ценные бумаги имеют значительно более низкую доходность (разница доходностей составляет 3–7%), что объясняется значительно меньшим риском неплатежа.

Как правило, обычный инвестор судит о степени риска не самостоятельно, а через рейтинги надежности.

В финансовой практике существует ряд агентств, определяющих рейтинги надежности, фиксируемые соответствующими индексами.

¹ **Неплатеж** (*default*) — невыполнение условий контракта, например неплатеж по кредиту.

3.4.4. ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Помимо упомянутых факторов, по-разному влияющих на доходность ценных бумаг различных видов, значительную роль играют инфляционные ожидания. Поэтому в практике различают номинальную и реальную процентные ставки, чтобы снять негативное влияние инфляции.

Номинальная процентная ставка по финансовым активам — это обещанная заемщиком сумма, которую получает кредитор за ссуженные деньги. **Реальная ставка доходности** — это заработанная кредитором номинальная процентная ставка, откорректированная с учетом изменения покупательной способности денег. В качестве средства для вычисления реальной ставки доходности используется определенная стандартизованная потребительская корзина. Следовательно, реальная ставка доходности зависит от состава этой корзины. При вычислении национального индекса потребительских цен (ИПЦ) используется сопоставимая корзина потребительских товаров.

Таким образом, ИПЦ позволяет корректировать номинальные ставки и переводить их в реальные. Расчет номинальной процентной ставки (модель И. Фишера) осуществляется следующим образом:

$$R(n) = R(r) + i + Ri,$$

где $R(n)$ — номинальная ставка доходности; $R(r)$ — реальная ставка доходности; i — ожидаемый уровень инфляции.

Расчет реальной ставки доходности:

$$R(r) = (R(n) - i) / 1 + i.$$

Задание: Определите реальную ставку доходности.

Предположим, что безрисковая ставка доходности по ОФЗ составляет 15% годовых, а прогнозируемый годовой уровень инфляции 12%. Какова будет реальная ожидаемая ставка доходности по ГКО? Почему они являются рисковыми в реальном выражении?

Ответ: $R(r) = 2,68\%$.

В контексте инфляции особое значение при совершении многочисленных международных операций приобретает **паритет покупательной способности** (ППС — *PPP, purchasing-power parity*), объясняющий взаимоотношения валют. Концепция ППС утверждает, что изменение относительных темпов инфляции должно приводить к изменению обменного курса, с тем чтобы цены на товары в других странах были в достаточной степени сопоставимы. Исходя из теории ППС, если, например, темп инфляции в США составил бы 3%, а в РФ — 9%, можно было бы ожидать падения величины цены рубля на величину, равную разнице в процентных ставках.

Для соотношения инфляции и изменений валютных курсов используется следующая модель:

$$[e(t) - e(0)]/e(0) = [i(h, t) - i(f, t)]/1 + i(f, t),$$

где e — обменный курс, выраженный в количестве единиц национальной валюты на одну единицу иностранной валюты; i — темп инфляции; h — обозначение своей страны (в примере — РФ); f — обозначение сопоставимой страны (в примере — США); 0 — начало расчетного периода; t — конец расчетного периода.

Предполагаемый на будущее обменный курс равен

$$e(t) = e(0)[1 + i(h, t)/1 + i(f, t)].$$

Пример: Предположим, что ИПЦ в РФ повысился со 100 до 109, а ИПЦ в США — со 100 до 103, обменный курс в начале расчетного периода равнялся 30 руб. за долл., или 0,033 долл. за 1 руб.

Используя модель ППС, рассчитаем прогнозируемый валютный курс:

$$i(h, t) = (109 - 100)/100 = 0,09;$$

$$i(f, t) = (103 - 100)/100 = 0,03;$$

$$e(t) = 0,033[(1 + 0,09)/(1 + 0,03)] = 0,0352 \text{ долл. за 1 руб.}$$

В течение нескольких последних лет монетарные власти в России следовали неформальному правилу, требующему, чтобы номинальный курс доллара в рублях соответствовал бы его расчетному курсу, определяемому путем деления денежного агрегата М2 на величину золотовалютных резервов. По своему содержанию данное правило напоминает «золотовалютный стандарт», когда рублевая денежная масса должна быть обеспечена определенным золотовалютным резервом. Если вдруг население начинает скупать доллары, то их курс в рублях соответствует обеспечению рублевой денежной массы запасом иностранной валюты и золота. В этих условиях предвестником девальвации рубля, как правило, является повышение расчетного курса доллара.

3.4.5. СТАВКА ДОХОДНОСТИ РИСКОВЫХ АКТИВОВ

Выше нами рассмотрены факторы, влияющие на процентные ставки по финансовым инструментам с фиксированным доходом (долговые инструменты), но процентные ставки — категория всех финансовых инструментов как с фиксированным, так и с нефиксированным доходом. Рассмотрим общий подход к ставкам доходности рискованных активов, т.е. активов, доходность которых не гарантирована. Как мы выяснили, **процентные ставки** представляют собой обещанные ставки доходности по инструментам с фиксированным доходом, которые по своей сути являются договорными обязательствами эмитента перед их владельцем. Однако не всем активам присуща какая-либо определенная ставка доходности. Например, если капитал инвестируется в недвижимость, акции или драгоценности, то никто не гарантирует определенные выплаты в будущем. Предположим, что капитал инвестируется в какие-либо долевые ценные бумаги,

например в акции, в этом случае доход на вложенный капитал будет поступать из двух источников. Первый — дивиденды — это процентный доход на вложенный капитал, зависящий от дивидендной политики компании (могут быть или не быть); второй — прирост рыночного курса акции за время, пока ею владеет акционер (процентный доход). Другой тип дохода (процентный) называют приростом капитала в случае роста курсовой стоимости акций и потерей капитала — в случае ее падения.

Проиллюстрируем это конкретным примером. Предположим, что нами приобретены акции по цене 100 долл. за одну единицу. Через день курс акций поднялся до 101 долл., и мы их продали. Ставка доходности по этой операции составит 1% (1 долл./ 100 долл. · 100%). В этом случае мы получили один вид дохода от изменения курсовой стоимости акций, поскольку продали их.

Рассмотрим другую ситуацию (два вида дохода) — мы владеем акциями в течение года. На конец года по акциям начисляются дивиденды 5 долл. на акцию, а цена акции поднимается до 105 долл. Таким образом, доходность на вложенный капитал за год составит

$$\text{Доходность} = (\text{Цена акции в конце периода} - \text{Цена акции в начале периода} + \text{Дивиденды}) / \text{Цена акции в начале периода}.$$

В рассмотренном примере доходность (r) составит

$$r = (105 - 100 + 5) / 100 = 10\%.$$

Таким образом, доходность рискованных активов распадается на две составляющие части — дивидендную и курсовую, что предусматривает возможность их отдельного расчета.

Следует отметить, что ставка доходности по инвестициям в ценные бумаги с нефиксированным доходом (например, акции) определяется одинаково вне зависимости от того, продаются они или хранятся инвестором.

3.4.6. РЫНОЧНЫЕ ИНДЕКСЫ И СТРАТЕГИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

Существует множество ситуаций, в которых необходимо наличие критерия, позволяющего обобщенно выразить курсы ценных бумаг. Например, акционерам может понадобиться индикатор для оценки текущей стоимости инвестиций или инвестору необходимо обладать информацией о состоянии эмитентов, выпускающих облигации. Во всех случаях консервативный инвестор предпочитает опираться на состояние соответствующих индексов. Семейство индексов достаточно представительно, каждая национальная экономика имеет ряд индексов, индексы разрабатываются и по отдельным ресурсам, к примеру существует семейство нефтяных индексов. Наиболее известны в мировой практике следующие индексы (табл. 3.26).

Основные фондовые индексы в мире

<i>Страна</i>	<i>Индекс</i>
США	<i>Dow Jones Index, Standart & Poor's 500</i> и др.
Япония	<i>Nikkei, Topix</i>
Великобритания	<i>FT-30, FT-100</i>
Германия	<i>DAX</i>
Франция	<i>CAC 40</i>
Швейцария	<i>Credit Suisse</i>
Европа, Австралия, Дальний Восток	<i>MSCI, EAFE</i>
США	Индекс <i>NASDAQ</i> — индекс онлайн-торговли — ведущий внебиржевой индекс
США	Индекс <i>NYSE</i> — ведущий биржевой индекс

Индексированием называют инвестиционную стратегию, цель которой заключается в том, чтобы привязать динамику доходности инвестируемого капитала к определенному биржевому (фондовому) индексу. В основе индексирования лежит простая истина: все инвесторы, взятые вместе и вложившие свой капитал в ценные бумаги, не могут добиться для своих вложений рентабельности большей, чем доходность всего фондового рынка. Применяя стратегию индексирования, менеджер пытается воспроизвести в своем инвестиционном фонде структуру инвестиций, на основе которой был получен индекс, выбранный в качестве ориентира. Следовательно, индексирование — это пассивная инвестиционная стратегия, которая опирается на широкую диверсификацию и низкую торговую активность с ценными бумагами портфеля.

С 1999 г. фондовый рынок РФ обеспечивает инвесторам среднегодовую доходность на инвестируемый капитал на уровне 18–20%. Эта цифра, конечно, не учитывает издержки, которые проявляются в следующих формах:

- затраты фонда (плата управляющему фондом, сбор на распространение информации и текущие расходы);
- издержки на операции с портфелем ценных бумаг (оплата услуг брокеров за совершение сделки и другие коммерческие расходы).

Эти затраты при применении стратегии индексирования минимальны (составляют не более 2%). В этом и состоит ее преимущество.

Расчет фондовых индексов

В мировых финансовых новостях чаще всего упоминается промышленный индекс Доу—Джонса (*DJI — Dow Jones Industrial Index*). Этот индекс представляет собой средний показатель курсов акций

30 крупнейших промышленных корпораций США. Индекс имеет два важнейших недостатка, ограничивающих его применение в качестве критерия для измерения доходности рынка ценных бумаг. Во-первых, он недостаточно широко диверсифицирован, для того чтобы с наибольшей степенью точности отображать широкий спектр американских акций. Во-вторых, он аналогичен портфельной стратегии, не подходящей для оценки функционирования фондового рынка.

Аналитики индекса утверждают, что его недостатки — это и есть достоинство индекса, которое позволяет отследить поведение рынка применительно к изменению позиций по одному финансовому активу всего набора инвестиционного портфеля (т.е. предполагается, что инвестор приобретает по одной акции всех типов бумаг портфеля).

Индекс *S&P 500* (*Standart and Poors 500*) используется чаще. Этот индекс соответствует динамике цен портфеля акций, состоящего из акций 500 крупнейших корпораций США.

Чтобы продемонстрировать, как строятся оба этих индекса, создадим гипотетический индекс, разработанный на основе двух видов ценных бумаг (два вида ценных бумаг введены для аппроксимации расчетов). Исходные данные представлены в табл. 3.27.

Таблица 3.27

Исходные данные для построения гипотетического индекса

Компания	Исходный год (курс акций), долл.	Текущий год (курс акций), долл.	Количество акций, млн шт.	Исходный год (рыночная стоимость акций), млрд долл.	Текущий год (рыночная стоимость акций), млрд долл.
ABC	100	50	200	20	10
XY	50	110	100	5	11
			<i>Итого</i>	25	21

Построим на этой базе индекс типа *DJI* и индекс типа *S&P 500*. Индекс Доу—Джонса — среднеарифметическое значение текущих цен акций — делится на среднеарифметическое значение цен акций за базисный год, частное умножается на 100:

Индекс типа *DJI* = (Среднеарифметическое значение текущих цен акций / Среднеарифметическое значение цен акций в базисном году) · 100.

Среднеарифметическая цена = 75 (базисный год) $(100 + 50) / 2$.

Среднеарифметическая цена = 80 (текущий год) $(50 + 110) / 2$.

Индекс типа *DJI* = $80 / 75 \cdot 100 = 106,67$.

Индекс типа *DJI* предполагает, что эталонный портфель состоит из одной акции каждого типа (диверсификация портфеля, риск не-

систематический снят). Если бы инвестор приобрел в базисном году одну акцию *ABC* и одну акцию *XY*, то стоимость портфеля выросла бы на 6,67%, как и свидетельствует индекс.

На практике такой портфель не может быть использован в качестве критерия для измерения функционирования рынка ценных бумаг, а может восприниматься лишь как эталонный, так как общая капитализация рынка упала с 25 до 21 млрд долл. (16%-е снижение), а индекс показывает рост.

Почему индекс можно рассматривать как эталонный? Ответ на этот вопрос лежит в сфере дополнительных расчетов, сделанных на основе увеличения портфеля на одну акцию каждой компании.

Индекс типа *S&P 500* = (Вес *ABC* · Текущая цена акций/Цена акций в базисном году) + (Вес *XY* · текущая цена акций/Цена акций в базисном году) · 100.

Вес *ABC* = 20/25 = 80% = 0,8.

Вес *XY* = 0,2, поскольку общий вес портфеля равен 1.

Индекс типа *S&P 500* = (0,8 · 0,5 + 0,2 · 2,2) · 100 = 84%.

Таким образом, индекс данного типа фиксирует снижение капитализации рынка, что и произошло на самом деле в рассматриваемом примере, индекс фиксирует реальное положение дел на рассматриваемом рынке. Индекс типа *S&P 500* исчисляется как средневзвешенная величина в соответствии с долей каждой компании в суммарной рыночной стоимости. Индекс ежедневно публикуется в *Wall Street Journal*.

Каждый индекс основан на взвешивании по стоимости портфеля акций (с использованием общего количества акций в обращении) каждой конкретной страны. Принципиальное значение имеет факт возможности практического приобретения всех акций иностранцами.

Следует отметить наличие многообразия индексов в мировой финансовой практике. К наиболее известным *мировым* индексам относятся *Foreign Stock, Market Indices, Morgan Stanley Indices*.

Россия не остается в стороне от этого процесса. Выход российских компаний на мировой финансовый рынок потребовал разработки нового сводного экономического индекса, отражающего спрос на российские компании на международном финансовом рынке. Сводный экономический индекс, отражающий динамику спроса на акции и депозитарные инструменты российских компаний среди иностранных инвесторов, — *Russian Industrial Leaders Index (RUXX)*. Индекс *RUXX* представляет собой своего рода индикатор уровня доверия к российской экономике среди западного финансового сообщества. Достоинством индекса является его оперативность, позволяющая отслеживать реакцию иностранных инвесторов на новости российских

компаний. *RUXX* рассчитывается по 24-часовому рабочему дню, который заканчивается в 17.30 по нью-йоркскому времени. Индекс рассчитывается агентством *Dow Jones & Company* с 1 января 2006 г. и стал доступен в мировых торговых системах с 1 февраля. Инициаторами создания индекса выступили американская компания «Пресс лимиз групп» и российское агентство международной информации «Риа Новости». В состав индекса входят 12 российских компаний, на данный момент прошедших полный цикл листинга на крупнейших мировых биржах (Нью-Йоркской фондовой бирже (*NYSE*), Лондонской бирже (*LSE*), Американской фондовой бирже (*AMEX*) и *Nasdaq*): участники индекса *Tatneft*, *Mobile Telesystems*, *Rosttelecom*, *Vimpel-Communications*, *Wimm-Bill-Dann Foods*, *Mechel Steel Group*, *Rambler Media Group*, *Lukoil*, *Gazprom*, *Novatek*, *Sistema*, *Golden Telecom*.

Количество компаний, входящих в индекс, будет доведено до 70.

Многообразие биржевых и внебиржевых российских и мировых индексов представлено в Приложении 6.

3.4.7. ВЫРАВНИВАНИЕ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Конкуренция на финансовых рынках приводит к тому, что процентные ставки по одинаковым активам выравниваются. Предположим, что по бумагам *RU-30* выплачивается сегодня ставка 8% годовых. Каков может быть прогноз относительно процентной ставки Всемирного банка по 30-летним долговым обязательствам (учитывая, что риск неплатежа также отсутствует)? Ответ: приблизительно 8%. Рассмотрим данный ответ более детально. Предположим, что Всемирный банк предлагает более низкую ставку по привлекаемым средствам. При такой ставке информированные инвесторы не станут приобретать облигации Всемирного банка, а предпочтут российские долговые инструменты.

Станет ли в этой ситуации Всемирный банк предлагать ставку, значительно превышающую 8%? При условиях минимизации издержек по займам финансово-кредитным учреждением оно предлагает только то, что действительно необходимо для привлечения инвестора.

Следовательно, процентная ставка по одинаковым финансовым активам будет всегда стремиться к рыночным индикаторам, т.е. к 8% — к ставке доходности *RU-30*. «Если организации способны занимать или давать в долг деньги с различными процентными ставками при прочих равных условиях (другими словами, с той же степенью риска неплатежа и тем же сроком погашения), то они занимаются так называемым процентным арбитражем (*interest-rate arbitrage*). Иными словами, они занимают деньги под более низкие процентные ставки и одалживают под более высокие. Естественно, что расширение

масштаба таких действий приводит к выравниванию процентных ставок»¹.

Таким образом, под **процентным арбитражем** понимаются операции, при которых организации способны занимать или давать в долг деньги с различными процентными ставками при прочих равных условиях (с одинаковым сроком погашения, с одинаковым риском неплатежа).

3.4.8. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА УРОВЕНЬ СТАВОК ДОХОДНОСТИ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

В предыдущем подразделе мы рассмотрели факторы, влияющие на уровень ставок по долговым инструментам, формируемый финансовым рынком. В данном подразделе определим факторы, влияющие на уровень всех ставок экономики, которые являются первопричиной определенного уровня ставок.

Для понимания этих факторов введем знакомую вам категорию — «средства производства», относящуюся к базовым определениям экономики.

Средства производства — ресурсный потенциал экономики, с помощью которого осуществляется производство других ресурсов, вещей и ценностей. К ним относятся дороги, порты, каналы, предприятия, машины, товарно-материальные запасы и т.д. Этот пример является иллюстрацией материальной (физической) части капитала (средств производства). Кроме того, в понятие «капитал» входят патенты, изобретения, ноу-хау, структура производства и сбыта, способствующая росту производительности труда, и т.д. Эта часть капитала получила название «нематериальный капитал», она часто является производной от затрат на НИОКР (научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки).

Первый фактор, оказывающий определяющее воздействие на уровень ставок доходности, — **ожидаемая эффективность средств производства** (*productivity of capital goods*).

Эффективность использования капитала выражается на основе показателя **ставка доходности на вложенный капитал** (*rate of return on capital*), которая исчисляется отношением чистой прибыли к вложенному капиталу. Эта ставка является источником дивидендов и процентов, которые выплачиваются держателям акций, облигаций и других финансовых инструментов, эмитируемых фирмами (компаниями). Ожидаемая ставка доходности на вложенный капитал зависит от времени и места инвестирования, от общего состояния экономики, от состояния других факторов производства (рабочей силы, природных

¹ Боди З., Мертон Р. Указ. соч. С. 92.

ресурсов), которые часто разделяют на внутренние и внешние факторы, влияющие на деятельность компании.

Общее правило влияния этой ставки на все ставки финансового рынка состоит в следующем: чем выше ставка доходности на вложенный капитал, тем выше уровень процентных ставок в экономике.

Это демонстрирует принцип экономической целесообразности, состоящий в следующем: чем выше получаемый доход, тем выше вложения.

Второй базовый фактор, влияющий на ставки, — **степень неопределенности в эффективности использования средств производства.**

Как мы выяснили, на неопределенность ставки доходности на вложенный капитал оказывает воздействие множество факторов, и следовательно, ее состояние характеризуется высокой степенью неопределенности. Например, предполагаемая емкость нефтяной скважины оказалась в реальности недостаточной, выход из строя машин из-за поломок и аварий предвидеть невозможно, спрос на выпускаемую продукцию оказался ниже, чем предполагаемый, технологическое обновление производства повысило существующую эффективность и т.д.

Общее правило влияния этого фактора на все ставки финансового рынка состоит в следующем: чем выше степень неопределенности в эффективности использования средств производства, тем выше премия за риск вложения в финансовые активы, а следовательно, и выше процентные ставки на рынке.

Таким образом, увеличение неопределенности однозначно влияет на ставки финансового рынка в сторону их роста.

Третий базовый фактор — **временные предпочтения людей.**

Человеческая психология определяет большинство событий и действий экономики. Люди, как правило, предпочитают пользоваться всеми благами сегодня, а не завтра; это поведение диктует общее правило влияния этого фактора на все ставки финансового рынка, состоящее в следующем: чем больше люди предпочитают потреблять сегодня, тем выше ставка в экономике.

Теорию временного предпочтения рассмотрим более подробно в основных проблемах финансов.

Следующий базовый фактор — **неприятие риска.**

Конечно, финансовая система предоставляет определенные возможности консервативным инвесторам минимизировать риск вложений на основе вложений в безрисковые активы. Однако ставка доходности по этим активам значительно ниже, чем средняя ставка доходности по рисковым активам, и поэтому инвесторам приходится отказываться от определенного уровня дохода на вложенный капитал при безрисковых вложениях.

Неприятие риска определяет следующее правило, влияющее на ставки доходности в экономике: чем выше степень неприятия риска среди населения (инвесторов), тем выше премия за риск и ниже величина безрисковой процентной ставки.

Учитывая психологию, следует отметить, что существуют и агрессивные инвесторы, осуществляющие вложения в высокодоходные активы с высоким уровнем риска.

3.5. ФИНАНСОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА И РЕГУЛИРОВАНИЕ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Любая общественно значимая деятельность ограничивается необходимостью соблюдения определенного набора правил и инструкций. В России комплекс правил функционирования финансовой системы определяется Гражданским кодексом РФ, федеральными законами «О рынке ценных бумаг», «О Банке России», «О банках и банковской деятельности», нормативными документами Центрального банка, ФСФР и саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг¹.

Все нормативно-законодательные акты преследуют цель охраны юридических и физических лиц от мошенничества в финансовой сфере и обеспечения соблюдения договорной дисциплины, они являются частью юридической системы страны. При этом одни функции по регулированию финансовой системы выполняются организациями, объединяющими частные компании, другие — го-

¹ **Саморегулируемой организацией профессиональных участников рынка ценных бумаг** (далее — саморегулируемая организация) именуется добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с законодательством и функционирующее на принципах некоммерческой организации. Саморегулируемая организация учреждается профессиональными участниками рынка ценных бумаг для обеспечения условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг, соблюдения стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг, защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации, установления правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Все доходы саморегулируемой организации используются ею исключительно для выполнения уставных задач и не распределяются среди ее членов.

Саморегулируемая организация в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами, утвержденными федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, устанавливает обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением (в ред. Федерального закона от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ).

сударственными организациями. Иногда организациями частного сектора становятся профессиональные узкоспециализированные ассоциации, к примеру НФА.

В соответствии с мировыми стандартами финансовая инфраструктура включает в себя торговые системы; расчетно-клиринговые и депозитарные организации, содействующие торговле финансовыми инструментами; регулирующие органы, контролирующие взаимоотношения участников финансовой системы; рейтинговые агентства, определяющие инвестиционную привлекательность того или иного эмитента.

Ученые-исследователи на протяжении двух последних столетий утверждают, что эволюция инфраструктуры финансовой системы является основным критерием для понимания механизма экономического развития стран.

Опираясь на характерные теории западных специалистов, представим характеристику элементов инфраструктуры финансовой системы.

Торговые системы выступают организаторами торговли на финансовых рынках. Российское законодательство определяет их деятельность как предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Исторически организаторы торговли делятся на биржевых и внебиржевых участников. Фондовая биржа в данном делении рассматривается как нормативный центр рынка ценных бумаг. Аналитики фондового рынка выделяют следующие функции биржи:

- создание действующего рынка;
- формирование цен на рынке;
- распространение информации о финансовых инструментах, их доходности, риске и условиях обращения;
- поддержание профессиональных финансовых посредников;
- выработка правил торговли финансовыми инструментами;
- разработка индексов, отражающих состояние эмитентов ценных бумаг и фондового рынка в целом.

Внебиржевой рынок характеризуется повышенным уровнем риска для его участников, отсутствием регламента правил, слабым уровнем регулирования, относительной информационной закрытостью.

Гигантский внебиржевой рынок является одной из отличительных черт американской экономики. Основная внебиржевая деятельность осуществляется в рамках торговой системы *NASDAQ*, существующей с 1971 г. Пользователями системы являются брокерско-дилерские фирмы (3200 терминалов) и абоненты (200 тыс. терминалов). Внебиржевой рынок США посредством системы *NASDAQ* по количеству сделок опережает Нью-Йоркскую фондовую биржу (*NYSE*)¹.

¹ См.: FIBV, Year Report 1998–2005.

Клиринговая система осуществляет координацию процесса прохождения расчетов по сделкам с участием депозитария и расчетной палаты.

Клиринговая деятельность — деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним¹.

Главная задача клиринговой системы — обеспечить гарантии в совершении сделок. Функции финансового компонента клиринга, определяемые отношением сторон к финансовым средствам и способам их управления, включают:

- управление финансовыми средствами, которое подразумевает ответственность за сохранность привлеченных средств, систему взаимоотношений, позволяющую собрать средства в гарантийный фонд для обеспечения надежности заключения сделок и в маржевый фонд для обеспечения вариационной и начальной маржи, а также создание условий для оптимальной доходности собранных средств;
- взаиморасчеты, т.е. организацию собственно клиринга: межрегиональные расчеты и перечисление средств по результатам торгов, а также взаиморасчеты в кризисных ситуациях и блокирование средств на время торгов.

Функции операционного компонента клиринга, обусловленные технологией проведения биржевых торгов и теми обязательствами, которые контрагенты сделок берут на себя при ее реализации, включают:

- управление рисками в ходе торгов;
- расчеты обязательств на рынке в ходе и по итогам торгов.

Расчетное обслуживание участников фондового рынка осуществляется специализированной кредитной организацией. Центральный банк играет важную роль в развитии расчетных процедур. В странах с развитыми финансовыми рынками Центральный банк или его аналог сам выполняет платежные функции.

Депозитарная деятельность. Термин «депозитарий» появился в России в начале 90-х гг. прошлого века. Клиентам депозитария открываются счета, на которых ценные бумаги учитываются в электронном виде.

Депозитарная деятельность подлежит обязательному лицензированию, при этом депозитарии предлагают следующие виды услуг:

- хранение и учет прав собственности на ценные бумаги, а также самих ценных бумаг (с документарной формой выпуска);
- содействие размещению, обращению и погашению ценных бумаг;

¹ См.: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

- регистрация, перерегистрация прав собственности на ценные бумаги по поручению клиента;
- регистрация блокировки (добровольной и принудительной) ценных бумаг. Под *добровольной блокировкой* подразумевается заключение самим депонентом любых юридических действий, имеющих следствием наложение каких-либо ограничений на использование данных ценных бумаг (например, по договору залога). *Принудительная блокировка* санкционируется уполномоченным органом исполнительной или судебной власти (например, по решению суда);
- обеспечение переводов ценных бумаг по поручению клиентов;
- ведение в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами денежных счетов депонентов, связанных с проведением операций с ценными бумагами и получением доходов по ценным бумагам;
- ведение в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами валютных и мультивалютных счетов депонентов, связанных с проведением операций с ценными бумагами и получением доходов по ценным бумагам;
- проверка сертификатов ценных бумаг на подлинность и платежность;
- инкассация и перевозка сертификатов ценных бумаг;
- изъятие из обращения, погашение и уничтожение сертификатов ценных бумаг, отделение и погашение купонов в соответствии с федеральными законами и иными нормативными правовыми актами;
- представление интересов владельца на общих собраниях акционеров по его поручению;
- предоставление депонентам сведений о ценных бумагах, объявленных недействительными и (или) похищенными, находящимися в розыске или по иным причинам включенных в стоп-листы эмитентами, правоохранительными органами или органами государственного регулирования рынка ценных бумаг;
- отслеживание корпоративных действий эмитента, информирование депонента об этих действиях и возможных для него негативных последствиях. При наличии соответствующих положений в договоре — выполнение действий, позволяющих минимизировать ущерб депоненту в связи с выполнением эмитентом корпоративных действий;
- предоставление депонентам имеющих у депозитария сведений об эмитентах, в том числе сведений о состоянии эмитента;
- предоставление клиентам (депонентам) сведений о состоянии рынка ценных бумаг;
- содействие в оптимизации налогообложения доходов по ценным бумагам;

- организация инвестиционного и налогового консультирования, предоставление клиентам (депонентам) сведений о российской и международной системах регистрации прав собственности на ценные бумаги и консультаций по правилам работы этих систем. К основным типам депозитарных операций следует отнести:
- клиентские — инициатором операции является депонент, уполномоченное им лицо, попечитель (оператор) счета;
- служебные — инициаторами операции являются уполномоченные лица депозитария. К служебному депозитарному поручению должен быть приложен документ, предоставляющий депозитарию право самостоятельно (без поручения депонента) проводить операции по счету депо;
- официальные — инициаторами операции являются уполномоченные государственные органы. К официальному депозитарному поручению должно быть приложено соответствующее решение (постановление или иной документ) уполномоченного государственного органа (решение суда, постановление судебного пристава-исполнителя и др.);
- глобальные — инициатором операции является, как правило, эмитент или регистратор по поручению эмитента. Депозитарные поручения оформляются на основании документов, подтверждающих проведение эмитентом (регистрирующим органом) глобальных операций с ценными бумагами (конвертации, консолидации, дробления ценных бумаг, объединения дополнительных выпусков ценных бумаг и др.).

Наряду с национальными, существуют и международные депозитарии, к которым в первую очередь следует отнести *Cedel* и *Euroclear*. Именно с ними поддерживают двусторонние отношения все члены международной ассоциации депозитариев.

Рейтинговые агентства (*rating agencies*) — международные и национальные аналитические службы (фирмы), составляющие интегральные индексы риска экономических субъектов по степени надежности в качестве заемщиков и одновременно предоставляющие информационные услуги. Агентства оценивают надежность разного рода долговых обязательств и составляют кредитные рейтинги (рейтинги платежеспособности) эмитентов — государства, региона, финансового учреждения (чаще всего банка) и конкретного эмитента (фирмы). Цель рейтингов — определить уровень потенциальной прибыльности, надежности инвестиций и их влияния на возможности роста капитализации компании. Рейтинги присваиваются на длительный период и меняются при изменении финансовых показателей деятельности определенного субъекта власти или субъекта хозяйствования. Рейтинговые агентства — *Moody's*, *Standard & Poor's Corp*, *Fitch IBCA Ltd* — определяют кредитный рейтинг государств и фирм, выпус-

кающих ценные бумаги, а также приобретающих АДР; фирма *Best's* определяет кредитный рейтинг страховых компаний; *Bloomberg, Reuters* оказывают услуги по проведению анализа финансовых показателей; *Lipper, Morninstar, SEI* предоставляют статистические сведения о результатах деятельности различных взаимных фондов.

Рейтинговые оценки обозначаются первыми буквами латинского алфавита — *A, B, C, D* и далее имеют дополнение в виде двух аналогичных букв (максимальная величина). В последнее время процедура рейтингования дополнена математическими знаками (+) и (–), также обладающими определенной информативностью. Обозначение *NR* — *not rated* (нет рейтинга) показывает, что рейтинг не присваивался.

Для присвоения рейтингов рейтинговые агентства анализируют финансовую отчетность — баланс за текущий и предыдущие годы, отчет о финансовых результатах, дивидендную историю и дивидендную политику, источники финансирования и т.д. Существуют определенные различия в методах присвоения рейтингов основными агентствами. Аналитики *Moody's Investors Services* (учредитель — фирма *Dun & Bradstreet*) придают большое значение амплитуде циклических колебаний в отрасли эмитента (уровню отраслевого риска — коэффициенту «бета») и устойчивости данного эмитента в условиях инфляции (рisku инфляции); агентство *Standard & Poor's Corp.* (дочерняя компания *McGraw Hill, Inc.*) определяет рейтинги на базе финансового состояния компании.

Значение финансовой инфраструктуры переоценить достаточно сложно, по этому поводу в последние годы складываются определенные новеллы. Примером может служить: «Для того чтобы завоевать страну, раньше необходимо было вводить танки, сегодня — достаточно снизить рейтинг». Или еще одна: «После развала СССР в мире остались две сверхдержавы — США и *Moody's*».

Российская Федерация попала в международные рейтинговые списки осенью 1996 г., но официальный кредитный рейтинг ей был присвоен в начале 1997 г. С этой целью представители трех агентств (*Standard and Poor's, Moody's* и *Fitch IBCA Ltd*) провели совместный международный аудит российских финансов совместно с Банком России, Министерством финансов и другими ведомствами. На конец 2001 г. суверенный рейтинг России определен S&P как «B+», к этой оценке присоединился и *Moody's* в 2002 г., что свидетельствовало о высоком страновом риске инвестирования в национальную экономику.

В современный период, связанный с финансовым кризисом, пересмотр прогноза кредитного рейтинга России с «негативного» на «стабильный» и подтверждение валютного рейтинга на уровне «*BBB*» международным рейтинговым агентством *Standard & Poor's* (2009) являются определенным позитивом развития российской экономики.

Напомним, что год назад *S&P* одним из первых отреагировало на финансовый кризис в России, понизив суверенный рейтинг по обязательствам в национальной и иностранной валюте с «*BBB+*» до «*BBB*» и сделал негативный прогноз. После пересмотра прогноза *S&P* только *Fitch* сохранил негативный прогноз по суверенному рейтингу России на уровне «*BBB*». Эксперты *S&P* отмечали, что изменение рейтинга будет зависеть от жесткости контроля за бюджетными расходами в течение следующего годового цикла и последовательности продвижения продекларированных структурных экономических реформ.

Агентство *Moody's* не стало понижать рейтинг России вслед за *S&P* и *Fitch*, подтвердив в конце 2008 г. свой позитивный прогноз по долговым обязательствам и депозитам, ограничившись лишь снижением прогноза по рейтингу с «позитивного» на «стабильный» (в июле 2008 г.). В конце октября 2009 г. агентство заявило, что, по его мнению, суверенный рейтинг России в ближайшее время останется в диапазоне «*A3*» — «*Baa2*» и шансы на его значительное снижение невелики.

В 2009 г. после повышения прогноза странового кредитного рейтинга до уровня «стабильный» агентством *Standard & Poor's* был повышен прогноз кредитного рейтинга Москвы, Санкт-Петербурга и Томской области. В то же время был пересмотрен в сторону снижения — до уровня «негативный» — прогноз кредитного рейтинга Волгоградской и Вологодской областей, Красноярского края, Новгородской области, Новосибирска, Самарской области, Республики Саха (Якутия), Тверской области. При этом был приостановлен кредитный рейтинг Московской области, отозван кредитный рейтинг у Калужской области, Республики Татарстан, Братска, Балашихи, Клинского района Омска.

В современной России также осуществляются анализ и ранжирование кредитных организаций по их значимости для клиентов и финансового сектора. Среди основных агентств России, формирующих и публикующих рейтинги по своим методикам: ИЦ «Рейтинг»; Агентство финансовой информации «Интерфакс» («Интерфакс-АИФ»), Аналитический центр финансовой информации (АЦФИ); МБО «Оргбанк»; «Коммерсантъ-*Daily*»; журнал «Деньги»; Агентство банковской информации (АБИ) еженедельника «Экономика и жизнь».

Следует отметить, что национальные рейтинговые агентства часто не имеют достаточного авторитета, поскольку их рейтинги не соответствуют реальному положению дел в кредитных организациях. Некоторые из них предлагают продукты, интересные для анализа макроэкономической ситуации, но непригодные для формирования кредитной политики. Публикуемые в отечественных СМИ списки банков, именуемые «рейтингами», нередко являются рейкингами (*raking*, от англ. *rake* — копанье в фактах) — списками, ранжированными по определенному признаку. Рейкинги, в отличие от рейтингов,

не предоставляют совокупной оценки финансового состояния банков и поэтому мало применимы для принятия решений о политике взаимоотношений с конкретным банком.

ЗАДАНИЯ К РАЗДЕЛУ

1. Перечислите основные характеристики долговых, долевого и производных финансовых инструментов.

2. Просмотрите страницы «Коммерсанта» или интернет-ресурсы, содержащие финансовую информацию, и проверьте, каковы сегодня уровень и форма кривой доходности ценных бумаг Минфина. Сравните ее с кривой доходности казначейских облигаций в США.

3. Просмотрите страницы «Коммерсанта» или интернет-ресурсы, содержащие финансовую информацию, и проверьте, какова сегодня разница в доходностях государственных и корпоративных облигаций.

4. Предположим, что на вашем банковском счете хранится 60 тыс. руб., помещенных туда под 9% годовых. В то же время у вас имеется неоплаченный долг по кредитной карточке 30 тыс. руб., по которому вы платите 17% годовых. Каковы ваши возможности процентного арбитража?

5. Охарактеризуйте основные факторы, определяющие ставку доходности в экономике.

6. Возможно, наряду с рынком РЕПО Банку России стоит подумать о развитии иных способов рефинансирования банковской системы. Какие способы вы можете предложить и почему РЕПО как инструмент рефинансирования недостаточен?

7. Не только в России, но и в развитых рыночных демократиях на волне критики либерализма выступил Дж. Тейлор. «...высшие руководители призывают создать мощный орган по регулированию системных рисков. Но правительство США и есть наиболее серьезный источник риска», — небезосновательно писал профессор Стэнфордского университета Дж. Тейлор, и эти слова справедливы не только по отношению к деятельности правительства США. Считаете ли вы оправданным данное высказывание и как вы определяете систему государственного регулирования в период кризиса?

8. Реформирование финансового сектора с учетом глобализации финансовых рынков и рекомендаций «большой двадцатки» состоит в следующем: надо ориентироваться на создание «длинных» денег, а с институциональной точки зрения важно перейти на стандарты финансового рынка, принятые на ведущих финансовых площадках мира. Согласны ли вы с этим утверждением и почему?

9. В период современного финансового кризиса «политические ярлыки потеряли свой смысл. Если правительства, придерживающиеся разных убеждений, национализируют банки и накачивают экономику деньгами, то что сегодня отличает левых от правых, либералов от консерваторов, социалистов от капиталистов, кейнсианцев от монетаристов?»¹ Согласны ли вы с этим утверждением?

10. В России не работает система долгосрочных сбережений населения. Обоснуйте это утверждение путем сбора информации по состоянию сбережений населения России по сравнению со сбережениями населения США.

11. Представьте информацию о развитии в России фондов венчурного финансирования. Как финансовая система справляется с этой задачей?

12. Используя Приложение 1 к данной главе, проведите анализ функций МВФ и Всемирного банка и определите параллельные функции, свойственные этим международным финансовым организациям.

13. Используя Приложение 1, определите функционал организаций, входящих во Всемирный банк, и заполните табл. 3.28.

Таблица 3.28

Функционал организаций Мирowego банка

<i>Организации, входящие во Всемирный банк</i>	<i>Их функциональное назначение</i>
МББР	
МАР	
МФК	
МАГИ	
МЦУИС	
МБ	

14. Используя Приложение 1, определите, какое значение для экономики России имеет создание Евразийского банка развития (ЕАБР).

15. Используя Приложение 2, определите значение рынка Форекс в современном финансовом мире.

16. Используя Приложение 3, определите достоинства и недостатки функционирования и развития ММВБ. Докажите, что эта биржа является самой приоритетной в России.

¹ Thornhill J. A Year of Chocolate Box Politic // The Financial Times. 2008. Dec. 24. P. 6.

17. Используя Приложение 6, объясните необходимость и правомерность развития индустрии индексов.

ЗАДАЧИ

1. Предположим, что в базовом году было выпущено 100 млн акций компании А, цена акции составляла 400 руб. Акции компании Б было выпущено 50 млн, цена их составляла 200 руб. за акцию. Через год цена акций компании А выросла до 600 руб., а цена акций компании Б упала до 120 руб. за акцию. Рассчитайте фондовые индексы, которые бы отражали ситуацию на фондовом рынке.

2. Спекулянт заключает фьючерсный контракт на продажу без покрытия акций по цене 400 руб. за акцию.

Первая ситуация. На дату реализации контракта курс акций снизился до 200 руб. за акцию. Рассчитайте выигрыш спекулянта.

Вторая ситуация. На дату реализации контракта курс акций повысился до 500 руб. за акцию. Рассчитайте потерю спекулянта.

3. Вы — российский инвестор, который хочет инвестировать свои средства в надежные инструменты с максимальным доходом. Купив американские облигации, вы гарантируете себе 3% дохода в долларовом исчислении. Если же приобрести российские облигации с 10%-й доходностью, ставка доходности в долларах будет зависеть от того, каким будет курс обмена рубля и доллара через год. Предположим, вы решили приобрести американские облигации на 3200 руб. Чтобы это сделать, вам придется конвертировать 3200 руб. в 100 долл., т.е. сумма вашего первоначального вложения составит 3200 руб. Предположим, что валютный курс изменился с 32 руб. за 1 долл. до 34 руб. Рассчитайте доходность вложений российского инвестора. В какой стране осуществлять инвестирование?

4. Предположим, что безрисковая ставка доходности по ОФЗ составляет 8% годовых, а прогнозируемый годовой уровень инфляции 9%. Какова будет реальная ожидаемая ставка доходности по этим бумагам? Почему они являются рискованными в реальном выражении?

5. Допустим, что реальная ставка доходности по ценным бумагам Правительства РФ составляет 9%, планируемый уровень инфляции в стране 9%. Рассчитайте номинальную ставку доходности.

6. Вы приобрели акцию за 50 долл. В течение года на нее начисляются дивиденды в размере 2 долл., и вы планируете, что курс вашей акции на конец года составит 70 долл. Какую ставку доходности вы планируете получить? Если реальный курс ценной бумаги составит всего 40 долл., какова будет ваша реальная ставка доходности? Может ли реальная доходность составлять отрицательную величину?

7. Предположим, что ИПЦ в РФ повысился со 100 до 111, а ИПЦ в США — со 100 до 104, обменный курс в начале расчетного периода равнялся 28 руб. за 1 долл., или 0,036 долл. за 1 руб. Рассчитайте обменный курс в конце периода с использованием ППС, а также на основе позиций расчетного курса Минфина РФ. Для последнего расчета данные возьмите в разделе 3.

8. Приобретен опцион на покупку через 60 дней акций по цене $R_0 = 400$ руб. за акцию. Уплаченная премия равна $P = 6$ руб. за акцию. Рассмотрите ситуации А и Б.

А. Через 60 дней курс акций составит $R_m = 430$ руб. Будет ли реализован опцион и какова прибыль покупателя опциона?

Б. Через 60 дней курс акций составит $R_m = 380$ руб. Будет ли реализован опцион и почему?

9. Приобретен опцион на продажу через 60 дней акций по цене $R_0 = 470$ руб. за акцию. Уплаченная премия равна $P = 6$ руб. за акцию. Рассмотрите ситуации А и Б.

А. Через 60 дней курс акций составит $R_m = 450$ руб. Будет ли реализован опцион и какова прибыль покупателя опциона?

Б. Через 60 дней курс акций составит $R_m = 480$ руб. Будет ли выполнено условие отказа от реализации опциона и почему?

10. Вы приобрели акцию по цене 110 долл. В течение года на нее начислены дивиденды в размере 3 долл., вы планируете, что курс этих ценных бумаг на конец года составит 120 долл. Какую ставку доходности вы планируете получить? Если курс ценных бумаг составил 90 долл., какую доходность вы получите?

11. Предположим, что реальная годовая ставка по ОФЗ составляет 7%, а ожидаемый уровень инфляции в РФ 9%. Какова будет ожидаемая номинальная ставка доходности по этим облигациям?

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ ДИКТАНТ 1

1. Глобальные компьютерные и телекоммуникационные сети, объединяющие торговцев ценными бумагами всего мира и их клиентов в единую структуру, называются... (внебиржевой рынок).

2. Ситуация при страховании, при которой застрахованная сторона допускает больший риск или меньше стремится к тому, чтобы предотвратить негативное событие, называется ... (моральный риск или безответственность).

3. Долговые инструменты финансовых рынков называются... (инструменты с фиксированным доходом).

4. Рынок краткосрочных долговых обязательств (со сроком погашения менее года) называется... (денежный рынок).

5. Рынок долгосрочных долговых обязательств и акций называется... (рынок капитала).

6. Остаточное требование на активы корпорации называется... (обыкновенная акция).

7. Финансовые инструменты, стоимость которых находится в зависимости от цен на другие активы, называются... (производные ценные бумаги, срочные контракты).

8. Финансовый инструмент, который предоставляет его держателю право на приобретение определенного количества активов по установленной цене в любой момент до или по истечении срока действия опциона, называется... (американский опцион на покупку (опцион колл)).

9. Финансовый инструмент, который предоставляет его держателю право на продажу определенного количества активов по установленной цене по истечении срока действия опциона, называется... (европейский или голландский опцион на продажу (опцион пут)).

10. Финансовые инструменты, по которым одна сторона соглашения собирается купить, а вторая — продать определенные активы по указанной цене в установленное контрактом время, называются... (форвардными контрактами).

11. Денежная единица, в которой производятся платежи, валюта той или иной страны называется... (расчетная денежная единица).

12. Время, в течение которого необходимо выплатить всю занятую сумму, называется... (срок платежа по инструменту с фиксированным доходом).

13. Вероятность того, что какая-то часть процентов или основной суммы долга по инструменту с фиксированным доходом не будет выплачена заемщиком, называется... (риск неплатежа или риск дефолта).

14. Цена одной валюты, выраженная на основе другой валюты, называется... (валютный курс).

15. Кривая, отображающая соотношение между размерами процентных ставок (доходностью) по инструментам с фиксированным доходом и сроками их погашения, называется... (кривая доходности).

16. Прирост (падение) курса акций за определенное время называется... (прирост (потеря) капитала).

17. Инвестиционная стратегия, построенная на привязке доходности инвестируемого капитала к определенному типу биржевого (фондового) индекса, называется... (индексированием).

18. Цены, указанные на ценниках определенных товаров и услуг, называются... (номинальные).

19. Цены, отражающие покупательную способность денег, называются... (реальные).

20. Обещанная заемщиком процентная ставка, которую получает кредитор за ссуженные деньги, называется... (номинальная процентная ставка).

21. Заработанная кредитором номинальная процентная ставка, откорректированная с учетом изменения покупательной способности денег, называется... (реальная процентная ставка).

22. Операции, при которых организации способны занимать или давать в долг деньги с различными процентными ставками при прочих равных условиях (с одинаковым сроком погашения, с одинаковым риском неплатежа), называются... (процентный арбитраж).

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ ДИКТАНТ 2

1. Международные и национальные аналитические службы (фирмы), составляющие интегральные индексы риска экономических субъектов по степени надежности в качестве заемщиков и одновременно предоставляющие информационные услуги, называются... (рейтинговые агентства).

2. Оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги называется... (депозитарная деятельность).

3. Деятельность по определению взаимных обязательств (сбор, сверка, корректировка информации по сделкам с ценными бумагами и подготовка бухгалтерских документов по ним) и их зачету по поставкам ценных бумаг и расчетам по ним называется... (клиринговая деятельность).

4. Организаторы торговли на финансовых рынках называются... (торговые системы).

5. Добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, функционирующее на принципах некоммерческой организации, называется... (саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг).

6. Актив, за счет которого могут быть произведены платежи и погашены обязательства их владельцев на рынке золота, называется... (финансовый ауар).

7. Комбинация двух противоположных конверсионных сделок на одинаковую сумму с разными датами валютирования называется... (валютный своп).

8. Игра на курсовой стоимости контрактов называется... (спекуляция).

9. Страховка базового актива от неблагоприятной ценовой конъюнктуры на основном рынке путем открытия противоположной позиции на срочном рынке называется... (хеджирование).

10. Игра на разнице стоимости между разными торговыми площадками заключается в одновременном открытии противоположных позиций на разных торговых площадках, это... (арбитраж).

11. Финансовый дериватив инновационного поколения, согласно которому «покупатель» делает разовые или регулярные взносы (уплачивает премию) «продавцу», берущему на себя обязательство погасить выданный «покупателем» кредит третьей стороне в случае невозможности погашения кредита должником (дефолт третьей стороны), — это... (кредитный дефолтный своп).

12. Соглашение между двумя контрагентами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями называется... (своп).

13. Колл-опцион долгосрочного характера, выписанный фирмой на свои акции, называется... (варрант).

14. Сделка по продаже (покупке) эмиссионных ценных бумаг (первая часть операции) с обязательной последующей обратной покупкой (продажей) ценных бумаг того же выпуска в том же количестве (вторая часть) через определенный договором срок по цене, установленной этим договором при заключении первой части такой сделки, называется... (сделка РЕПО).

15. Юридическое лицо, выступающее в роли держателя денежных средств (в виде взносов, паев) и осуществляющее их вложение в ценные бумаги, недвижимое имущество (в том числе права на недвижимое имущество) с целью извлечения прибыли, называется... (институциональный инвестор).

16. Эмиссионная долговая ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента, называется... (облигация).

17. Письменное обязательство заемщика об уплате определенной суммы кредитору по истечении указанного в нем срока — это... (вексель).

18. Контракт на покупку определенной партии товара по цене, устраивающей обе стороны в момент заключения сделки, а сам товар поставляется продавцом спустя довольно продолжительное время. Этот контракт — ценная бумага второго порядка, которая является объектом сделок на фондовом рынке. Этот контракт называется... (фьючерсный контракт (сокращенно — фьючерс)).

19. Срок действия портфеля ценных бумаг — это... (дюрация).

20. Колеблемость курса ценных бумаг — это... (волатильность).

21. Углубляющаяся специализация и разделение труда за пределами государственных границ — это... (глобализация).

22. Совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам — это... (дилерская деятельность).

23. Совокупность всех финансовых ресурсов в их движении, объединяющая денежный рынок и рынок капиталов (временной подход), — это... (финансовый рынок).

ТЕРМИНОЛОГИЧЕСКИЙ ДИКТАНТ 3

1. Финансовые институты, представляющие собой объединенные средства инвесторов, переданные в доверительное управление профессиональным менеджерам (управляющей компании), называются... (паевые инвестиционные фонды (ПИФы)).

2. Финансовые институты, представляющие форму коллективного инвестирования на российском рынке ценных бумаг, называются... (общие фонды банковского управления (ОФБУ)). Инвестиции одних участников объединяются с активами других участников фонда (в совокупности — учредителей управления) в единый имущественный комплекс, средства которого инвестируются в доходные активы на российском фондовом рынке.

3. Юридическое лицо, которое осуществляет руководство процессом выпуска ценных бумаг и процессом их распределения, — это... (андеррайтер).

4. Посредники на рынке ценных бумаг между корпорациями, желающими продать (разместить) свои ценные бумаги, и потенциальными инвесторами, как индивидуальными, так и институциональными, называются... (инвестиционные банки).

5. Фирмы, вкладывающие капитал в наиболее рискованные активы, чаще всего связанные с инновациями, — это... (венчурные компании).

6. Организации, «соединяющие» финансовые потребности заемщиков и кредиторов посредством размещения у себя средств кредиторов и предоставления в дальнейшем их заемщикам, являются... (финансовыми посредниками или финансовыми институтами).

7. Компании, которые оказывают услуги по управлению определенными активами клиентов (управление пакетами ценных бумаг, управление по доверенности) — это... (трастовые компании).

8. Посредники между государством и остальной экономикой через банки — это... (центральные банки).

9. Основные посредники, которые покупают ценные бумаги, государственные краткосрочные облигации и держат их в своем портфеле, предоставляют услуги андеррайтинга, — это... (коммерческие банки).

10. Важнейший финансовый игрок глобального рынка капитала, являющийся основным поставщиком ликвидности, практически не регулируемый государством, — это... (хедж-фонд).

11. Совокупность процедур по включению ценной бумаги в один из котировальных списков фондовой биржи и осуществлению контроля

за соответствием ценных бумаг и самого эмитента/управляющей компании, ПИФа условиям и требованиям, установленным фондовой биржей, называется... (листинг).

12. Сделка с финансовым инструментом (акция, облигация, депозитарная расписка), заключенная сторонами напрямую, вне бирж, — это... (внебиржевая сделка).

13. Рынок, предназначенный для торговли ценными бумагами, не имеющими допуска на фондовые биржи, — это... (внебиржевой рынок).

14. Рынок ценных бумаг, осуществляемый фондовыми биржами, отличительным признаком которого является наличие торговой площадки, где встречаются покупатели и продавцы, — это... (биржевой рынок).

15. Рынок обращения ранее эмитированных на первичном рынке ценных бумаг — это... (вторичный рынок).

16. Рынок привлечения нового капитала, т.е. рынок продажи вновь выпущенных ценных бумаг, — это... (первичный рынок).

17. Первая публичная продажа акций частной компании, в том числе и в форме продажи депозитарных расписок на акции, — это... (первичное публичное предложение — ППП).

18. Именная эмиссионная ценная бумага, не имеющая номинальной стоимости, удостоверяющая право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента (представляемых ценных бумаг), — это... (российская депозитарная расписка — РДР).

19. Рынок находящихся в обращении наличных денег и обеспечивающих аналогичные функции краткосрочных платежных средств (чеков, карт и т.п.) — это... (денежный рынок).

20. Организация, создаваемая на основе межгосударственных (международных) соглашений в сфере международных финансов, — это... (международная финансовая организация).

21. Финансовый термин, означающий одну из форм привлечения финансирования путем выпуска ценных бумаг, обеспеченных активами, генерирующими стабильные денежные потоки, — это... (секьюритизация).

22. Изменение относительных темпов инфляции должно приводить к изменению обменного курса, с тем чтобы цены на товары в других странах были в достаточной степени сопоставимы, — это... (концепция (теория) ППС).

23. Акция, распространяемая среди учредителей акционерных компаний и дающая им некоторые преимущественные права, называется... (акция учредительская).

ТЕСТ

1. Договоры о краткосрочной продаже государственных и корпоративных ценных бумаг, предусматривающие их последующий выкуп продавцом по более высокой цене, относятся к финансовым инструментам:

- а) денежного рынка;
- б) рынка капитала.

Как называются эти финансовые активы?

2. Обмен валют на текущем рынке с соглашением о сделке по обратному обмену валюты в будущем называется:

- а) опционным контрактом;
- б) фьючерсной сделкой;
- в) своп-сделкой;
- г) форвардной сделкой.

3. На фондовых рынках торгуют следующими типами активов:

а) долговыми обязательствами, которые эмитируются всеми, кто занимает деньги, — фирмами, правительством, домашними хозяйствами;

- б) долевыми ценными бумагами, которые эмитируются фирмами;
- в) производными ценными бумагами;
- г) все перечисленное верно;
- д) верно а) и б).

4. Какому типу финансового актива соответствует следующее определение: «ценные бумаги, выплаты по которым определяются стоимостью других активов»:

- а) акциям;
- б) облигациям;
- в) дериватам (*derivative securities*) или срочным контрактам;
- г) векселям.

5. Опцион, предоставляющий право на покупку финансовых активов по определенной цене исполнения в период до погашения срока опциона, а также в момент его наступления, называется:

- а) пут-опционом;
- б) колл-опционом;
- в) американским опционом;
- г) голландским (европейским) опционом.

6. Если рыночная цена акций компании А остается ниже 100 руб., обозначенных в опционе, будете ли вы реализовывать опцион колл:

- а) да; б) нет.

Каковы ваши потери?

7. Если рыночная цена акций компании А превысит указанную в опционе сумму (100 руб.), то по какой сумме вы приобретете опцион:

- а) ниже 100 руб.;

- б) 100 руб.;
 - в) выше 100 руб.
8. Внебиржевой рынок относится к:
- а) первичным рынкам;
 - б) вторичным рынкам;
 - в) третичным рынкам.
9. К денежному рынку относится:
- а) рынок денежных средств;
 - б) рынок краткосрочных долговых обязательств;
 - в) рынок акций;
 - г) все перечисленное верно;
 - д) правильно а) и б).
10. К рынку капитала относится:
- а) рынок краткосрочных долговых обязательств;
 - б) рынок долгосрочных долговых обязательств;
 - в) рынок акций;
 - г) правильно а) и б);
 - д) правильно б) и в).
11. Номинальная процентная ставка:
- а) обещанные заемщиком суммы, которые получает кредитор за ссуженные им деньги;
 - б) заработанная кредитором процентная ставка, откорректированная с учетом изменения покупательной способности денег;
 - в) все перечисленное верно.
12. К финансовым инструментам (продуктам) относятся:
- а) кредиты, депозиты;
 - б) чековые счета;
 - в) кредитные и дебетовые карточки;
 - г) ипотеки;
 - д) ценные бумаги взаимных фондов;
 - е) широкий диапазон страховых контрактов;
 - ж) все перечисленное верно;
 - з) верно а), в), г).
13. К финансовым посредникам относятся:
- а) банки;
 - б) страховые компании;
 - в) негосударственные пенсионные фонды;
 - г) финансовые и инвестиционные компании;
 - д) государственные и квазигосударственные организации;
 - е) все перечисленное верно;
 - ж) верно а)–г);
 - з) верно а), б), г).
14. Определите, какие финансовые инструменты могут эмитировать фирмы:

- а) стандартизированные ценные бумаги — обыкновенные и привилегированные акции, облигации, векселя;
- б) конвертируемые ценные бумаги;
- в) нерыночные финансовые требования к фирме (административные опционы, банковские ссуды для них, договоры аренды, лизинга и обязательства по медицинскому и пенсионному обеспечению).

15. Определите, какие финансовые инструменты может эмитировать государство:

- а) казначейские векселя;
- б) облигации;
- в) акции;
- г) производные ценные бумаги;
- д) государственные обязательства по медицинскому и пенсионному обеспечению.

16. Что, по вашему мнению, произойдет со спредом между величинами доходности по коммерческим и казначейским векселям при глубоком спаде экономики?

- а) спред сократится;
- б) спред возрастет;
- в) спред не изменится;
- г) все перечисленные ситуации возможны.

17. Фондовый рынок в Российской Федерации представлен следующими активами, торгуемыми на нем:

- а) акциями;
- б) облигациями;
- в) срочными контрактами (производными ценными бумагами);
- г) векселями всех видов.

18. РТС — это:

- а) дилерский рынок;
- б) брокерский рынок;
- в) аукционный рынок;
- г) рынок прямого поиска.

19. К каким типам активов относятся следующие присущие им свойства: операции по ним могут регистрироваться на бирже или оформляться в частном порядке; эти операции обязывают покупателя и продавца в будущем заключать сделки с использованием данного актива:

- а) контракты опционного типа;
- б) контракты форвардного типа;
- в) контракты на поставку;
- г) контракты на продажу.

20. Роль финансовых рынков в экономике состоит в:

- а) регулировании потребления и распределения ресурсов;

- б) распределении риска;
- в) способствовании отделения собственности от управления;
- г) определении реальной цены на активы.

21. Перемещение финансовых потоков в рамках финансовой системы осуществляется:

- а) непосредственно через финансовые рынки;
- б) опосредованно через финансовых посредников;
- в) через систему казначейства;
- г) через банковские структуры;
- д) все перечисленное верно;
- е) верно а) и б).

22. К финансовым рынкам относятся (критерий — срок обращения финансового актива):

- а) денежный рынок;
- б) рынок капитала;
- в) кредитный рынок;
- г) фондовый рынок.

23. К финансовым рынкам относятся (критерий — институциональная структура рынка):

- а) денежный рынок;
- б) рынок капитала;
- в) кредитный рынок;
- г) фондовый рынок.

24. К функциям международного финансового рынка относятся следующие:

а) аккумуляция свободных денежных средств и их перераспределение между отдельными отраслями, странами и регионами;

б) обеспечение роста эффективности экономики, прежде всего производственного потенциала, на основе поддержания ее (его) необходимыми финансовыми ресурсами;

в) создание механизмов снижения риска;

г) обеспечение системы проводки платежей между участниками операций.

25. Развитие глобализации для международного финансового рынка имеет следующие последствия:

а) снижение стоимости финансирования и, как следствие, увеличение мирового объема реального капитала — ключевого фактора роста производительности;

б) приобретение сбережениями международного характера, что позволяет повысить инвестиционные возможности национальных экономик и конкретных бизнес-структур;

в) рост разнообразия доступных источников финансирования, ведущий к падению средней стоимости капитала для компаний и субъектов власти;

- г) рост капитализации бизнеса.
26. Связь между первичным и вторичным рынками проявляется в том, что:
- а) вторичный рынок является производным от первичного, поскольку распределяет инструменты, эмитированные на первичном рынке;
 - б) первичный и вторичный рынки не связаны друг с другом;
 - в) вторичный рынок может самостоятельно формировать новые финансовые инструменты, поэтому связь между двумя рынками не имеет принципиального значения;
 - г) первичный рынок производен от вторичного, поскольку зависит от перераспределения эмитированных на нем финансовых инструментов.
27. К международным параорганизациям относятся:
- а) Всемирный банк;
 - б) Мировой валютный фонд;
 - в) Парижский клуб;
 - г) Лондонский клуб.
28. Брокеры работают на:
- а) первичном рынке;
 - б) вторичном рынке;
 - в) биржевом рынке;
 - г) внебиржевом рынке.
29. Дилеры работают на:
- а) первичном рынке;
 - б) вторичном рынке;
 - в) биржевом рынке;
 - г) внебиржевом рынке.
30. Агентские векселя, муниципальные векселя, коммерческие векселя, банковские векселя, банковские акцепты, депозитные сертификаты относятся к инструментам:
- а) рынка капитала;
 - б) денежного рынка;
 - в) рынка ценных бумаг;
 - г) рынка государственного долга.

МИНИ-ТЕСТЫ

1. Парижский и Лондонский клубы являются неформальными международными финансовыми организациями. Да/Нет.
2. Мировой банк реконструкции и развития занимается кредитованием всех государств. Да/Нет.

3. Европейский банк реконструкции и развития занимается кредитованием экономик развивающихся стран. Да/Нет.
4. Центральные банки являются участниками валютного рынка. Да/Нет.
5. Рынок Форекс приемлем и эффективен для частного инвестора, обладающего незначительным капиталом. Да/Нет.
6. Рынок Форекс относится к спот-рынку. Да/Нет.
7. Создание Евразийского банка развития — это просто появление нового международного финансового посредника, никакой экономической целесообразности в этом нет. Да/Нет.
8. Государство обычно активно регулирует уровень обменного курса, пользуясь компактностью местного биржевого рынка. Да/Нет.
9. Валютные интервенции — способ государственного регулирования валютного рынка. Да/Нет.
10. Индекс РТС рассчитывается на основании цен 200 ликвидных акций наиболее капитализированных российских эмитентов, в индекс РТС включаются акции, допущенные к торгам в РТС. Да/Нет.
11. *MSCI World* — всемирный внебиржевой индекс. Да/Нет.
12. Наибольшее развитие в России имеют внебиржевые индексы. Да/Нет.
13. *NASDAQ* — крупнейший биржевой индекс в США. Да/Нет.
14. Индекс Доу—Джонса — самый авторитетный внебиржевой индекс в США. Да/Нет.
15. РТС — самый авторитетный внебиржевой индекс в России. Да/Нет.
16. ММВБ — самый авторитетный внебиржевой индекс в России. Да/Нет.
17. Национальная рыночная система в рамках *NASDAQ* называется *NASDAQ/ NMS*. Да/Нет.
18. *NASDAQ* обеспечивает несколько уровней услуг. Да/Нет.
19. Индекс Доу—Джонса имеет характер текущей экспресс-информации. Да/Нет.
20. Количество компаний, входящих в расчет индекса Доу, относительно постоянно. Да/Нет.
21. Торговля на внебиржевом рынке непрерывна. Да/Нет.

22. Индекс Доу—Джонса призван отражать конъюнктуру на фондовой бирже, т.е. информировать о динамике цен на акции. Да/Нет.
23. В России существуют региональные и отраслевые внебиржевые индексы. Да/Нет.
24. Самая известная фирма по расчету индексов — *Morgan Stanley Capital International*. Да/Нет.
25. Индекс РТС, являющийся основным индикатором российского фондового рынка для международных и национальных инвесторов, включается в глобальный портфель индексных предложений *Standard & Poor's*. Да/Нет.
26. Индекс РТС, а также *RTS Index* являются зарегистрированными товарными знаками. Да/Нет.
27. Индекс ММВБ представляет собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (*free-float*) композитный индекс российского фондового рынка, включающий 50 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики, представленных в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (ФБ ММВБ). Да/Нет.
28. Расчеты по дериватавам осуществляются в будущем. Да/Нет.
29. Эмитенты базового актива обычно не имеют никакого отношения к выпуску деривативов. Да/Нет.
30. Существуют простые и привилегированные (учредительские) акции. Да/Нет.
31. Наиболее распространенные в России долговые ценные бумаги — облигации и векселя. Да/Нет.
32. Кредитор может использовать вексель как инструмент для получения денег по истечении срока платежа. Да/Нет.
33. Государственные ценные бумаги бывают купонные и без купона. Да/Нет.
34. Государственные ценные бумаги имеют долевого характер. Да/Нет.
35. Лондонская фондовая биржа (ЛФБ) регулирует операции на торговой площадке как признанная инвестиционная биржа, она также компетентно представляет листинг Великобритании. Да/Нет.
36. На ЛФБ компетентно представлены российские крупнейшие компании. Да/Нет.

37. Закон «Биг Бен» произвел революционные изменения в организационной структуре Лондонской фондовой биржи. Да/Нет.
38. На ЛФБ производится самое большое количество операций с акциями иностранных эмитентов в мире. Да/Нет.
39. Нью-Йоркская фондовая биржа выступает сильнейшим генератором новостей и занимается серьезной издательской деятельностью, спонсирует научные исследования и учебные проекты. Да/Нет.
40. Для Нью-Йоркской фондовой биржи характерно следующее требование: компании, чьи акции прошли процедуру регистрации (листинга), должны ежегодно платить пошлину и периодически предоставлять определенную информацию инвесторам. Да/Нет.
41. На Нью-Йоркской фондовой бирже представительство российских компаний значительно выше, чем на Лондонской. Да/Нет.
42. ММВБ не только лидер, но и монополист по торговле государственными ценными бумагами. Да/Нет.
43. На ММВБ ведется торговля валютой. Да/Нет.
44. Объем торговли корпоративными бумагами на ММВБ гораздо меньше, чем государственными облигациями. Да/Нет.
45. Фьючерсная деятельность — одно из самых динамичных направлений работы ММВБ в последние годы. Да/Нет.

**ПРИЛОЖЕНИЯ К РАЗДЕЛУ 3 СОЗДАНЫ
С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ИНФОРМАЦИИ СЛЕДУЮЩИХ САЙТОВ:**

1. Интерфакс: <http://www.INTERFAX.ru/>
2. Информационная система «РосБизнесКонсалтинг»: <http://www.rbc.ru/>
3. Лондонская фондовая биржа LSE: <http://www.londonstockexchange.com>
4. Министерство финансов РФ: <http://www.minfin.ru/>
5. Министерство экономического развития РФ: <http://www.economy.gov.ru/>
6. ММВБ: <http://www.micex.ru/>
7. Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE: <http://www.nyse.com/>
8. Рейтинговое агентство «Standard & Poor's»: <http://www.standardandpoors.ru/>
9. Счетная палата Российской Федерации: <http://www.ach.gov.ru/>
10. Федеральное казначейство РФ (Казначейство России): <http://www.roskazna.ru/>
11. Федеральная служба государственной статистики: <http://www.gks.ru/>
12. Федеральная служба по финансовым рынкам РФ: <http://www.fcsm.ru/>

13. Фондовая биржа «РТС»: <http://www.rts.ru/>
14. Центральный банк РФ: <http://www.cbr.ru/>
15. Википедия свободная энциклопедия: ru.wikipedia.org/wiki/
16. Мировой Банк МВФ: <http://www.imf.org/external/russian/index.htm>
17. Международная финансовая корпорация: <http://www.ifc.org/russian/>
18. Всемирный банк: [http://www.worldbank.org.ru./](http://www.worldbank.org.ru/)

ПРИЛОЖЕНИЯ

ПРИЛОЖЕНИЕ 1

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ОРГАНИЗАЦИИ

Азиатский банк развития (*Asian Development Bank*) — банк, основанный в 1966 г., чтобы стимулировать рост экономики в Азии и на Дальнем Востоке, направляя в эти регионы прямые займы и оказывая техническое содействие. Банк имеет 41 регионального участника, 16 нерегиональных участников. Штаб-квартира в Маниле (Филиппины).

На заемные средства от АБР могут претендовать как правительства стран-участниц, так и юридические лица. Средняя сумма одного кредита составляет 15 млн долл., более крупные кредиты (до 50 млн долл.) банк предоставляет довольно редко.

Приоритетные сферы вложений банка — транспорт и связь, промышленность, энергетика, сельское хозяйство, финансовый сектор.

Арабский валютный фонд (*Arab Monetary Fund, AMF*) — резервный фонд, созданный 27 апреля 1976 г. в Рабате, Марокко, 20 арабскими государствами как механизм достижения большей стабильности курса валют и в целях координации экономической и валютной политики арабских стран. Регулирование касается главным образом нефtedолларов в пределах арабского сообщества, способствуя меньшей степени зависимости государств — членов фонда от Запада в вопросах использования избыточной массы средств. Члены фонда: Алжир, Бахрейн, Джибути, Египет, Иордания, Ирак, Йемен, Катар, Коморы, Кувейт, Ливан, Ливия, Мавритания, Марокко, ОАЭ, Оман, Палестина, Саудовская Аравия, Сирия, Сомали, Судан, Тунис.

Африканский банк развития (*African development bank group*) — банк, основанный в 1963 г. Организацией африканского единства (ОАЕ), чтобы способствовать экономическому развитию на всем Африканском континенте, предоставляя для этого финансовые ресурсы. Собственный капитал банка составляет около 33 млрд долл. США. Страны-члены внесли лишь 6% от этой суммы, но гарантируют вне-

сение оставшихся 94% по первому требованию. Под эти гарантии банк привлекает средства на мировом рынке облигаций. Благодаря этому банк имеет возможность распоряжаться значительными финансовыми ресурсами, но при этом большинство в его капитале (около 60%) имеют страны Африки.

АБР представляет собой группу финансовых организаций:

- Африканский банк развития (*The African Development Bank — AfDB*);
- Африканский фонд развития (*The African Development Fund — ADF*);
- Нигерийский трастовый фонд (*The Nigeria Trust Fund — NTF*).

Имеет региональных и нерегиональных членов.

Базельский комитет по банковскому надзору при Банке международных расчетов (*Committee on Banking Supervision of the Bank for International Settlements*) — основан в Базеле в 1974 г. президентами центральных банков стран G10 (Бельгия, Великобритания, Германия, Италия, Канада, Нидерланды, США, Франция, Швейцария, Швеция, Япония). В настоящее время членами комитета являются высокопоставленные представители центральных банков и органов финансового регулирования стран G10, а также Люксембурга, Испании, Австралии, Бразилии, Китая, Индии, Кореи, Мексики и России. Европейская комиссия принимает участие в работе на правах наблюдателя.

Основной задачей комитета является внедрение единых стандартов в сфере банковского регулирования. С этой целью он разрабатывает директивы и рекомендации для органов регулирования государств-членов. Эти рекомендации не являются обязательными к выполнению, однако в большинстве случаев находят свое отражение в национальных законодательствах государств-членов. Разработка директив и рекомендаций осуществляется в сотрудничестве с банками и органами регулирования всего мира, поэтому они используются не только в государствах — участниках комитета. Так, работы по внедрению рекомендаций «Базель II» ведутся более чем в 100 странах. В ЕС рекомендации комитета также используются для взаимной интеграции государств — членов союза.

Комитет отчитывается перед президентами центральных банков и руководителями ведомств по контролю за банковской деятельностью десяти крупнейших промышленно развитых стран и активно сотрудничает со странами, не являющимися его членами.

Основными документами Базельского комитета считаются:

- Основные принципы эффективного надзора (1997 г., пересмотрены в 2006 г.);
- Базель-I (1988 г.);
- Новые соглашения о достаточности капитала (Базель II) 2004 г.

Банк международных расчетов (*Bank for International Settlements, BIS*) — международная финансовая организация, в функции которой входит содействие сотрудничеству между центральными банками

и облегчение международных финансовых расчетов. Кроме того, это центр экономических и денежно-кредитных исследований. Банк международных расчетов был создан в 1930 г. на основе Гаагского соглашения центральных банков пяти государств (Бельгии, Великобритании, Германии, Италии, Франции) и конвенции этих стран со Швейцарией, где расположен банк международных расчетов (Базель), согласно плану Юнга о репарациях, выплачиваемых Германией странам-победителям в Первой мировой войне. Официально США не участвовали в создании Банка международных расчетов, так как не могли получать репарационные платежи с Германии. Поэтому на акции Банка международных расчетов подписались частные американские банки во главе с банкирским домом *J.P. Morgan*.

Центральные банки ведущих торговых государств являются его учредителями, каждый назначает своего представителя в совет директоров; правление собирается не реже 10 раз в год.

Целью банка является «содействие развитию сотрудничества между центральными банками, создание новых возможностей для международных финансовых операций и деятельность в качестве доверенного лица или агента при проведении международных платежных операций, переданных ему на основании договоров со сторонами-участниками» (ст. 3 Устава банка).

Часть функции Банка международных расчетов в значительной степени взял на себя Международный валютный фонд. Сегодня основой его деятельности остается кооперация среди центральных банков. Кроме того, банк оказывает широкий спектр финансовых услуг центральным банкам стран-членов (предоставляет кредиты, принимает депозиты, выступает в качестве посредника или гаранта).

При Банке международных расчетов в 1974 г. был создан Базельский комитет по банковскому надзору. Кроме того, под эгидой банка действуют Комиссия по платежным системам, Комитет по глобальной финансовой стабильности, Группа по борьбе с подделкой денежных знаков и ряд других структур.

Всемирный банк (*World Bank*) — международная финансовая организация, созданная с целью организации финансовой и технической помощи развивающимся странам.

В процессе своего развития Всемирный банк претерпевал различные структурные изменения, поэтому под термином «Всемирный банк» на разных этапах понимались разные организации. Вначале Всемирный банк ассоциировался с Международным банком реконструкции и развития, осуществлявшим финансовую поддержку в восстановлении после Второй мировой войны Западной Европы и Японии. Позднее в 1960 г. была создана Международная ассоциация

развития, которая взяла на себя часть функций, связанных с политикой этого банка. В настоящее время под Всемирным банком фактически понимают следующие две организации:

- Международный банк реконструкции и развития (МБРР);
- Международная ассоциация развития (МАР).

В разное время к ним присоединились созданные для решения задач Всемирного банка еще три организации:

- Международная финансовая корпорация;
- Многостороннее агентство по гарантиям инвестиций;
- Международный центр по урегулированию инвестиционных споров.

Все пять организаций входят в группу организаций Всемирного банка и называются Группой Всемирного банка. В отдельных случаях под Всемирным банком по-прежнему понимается Международный банк реконструкции и развития, который до сих пор составляет основу деятельности Всемирного банка.

Идея создания банка принадлежала Джону Мейнардлу Кейнсу (Великобритания) и Гарри Декстеру Уайту (США).

Всемирный банк, наряду с Международным валютным фондом, был создан по итогам Бреттон-Вудской конференции, состоявшейся в США в 1944 г. Делегаты из 45 стран, в том числе представители Советского Союза, обсуждали вопросы восстановления экономики и устройства мирового хозяйства после Второй мировой войны. Советский Союз являлся одним из активных участников конференции, однако впоследствии отказался от участия в деятельности Международного валютного фонда и Всемирного банка, так как в соответствии с уставом не имел возможности влиять на принимаемые решения в отличие от Соединенных Штатов Америки. На первых этапах своей деятельности с 1945 по 1968 г. Всемирный банк не осуществлял активное кредитование, так как предъявлял повышенные требования к заемщикам. В качестве первого заемщика была выбрана Франция, ей был выдан кредит в сумме 250 млн долл. США. При этом условием предоставления Франции кредита было неучастие в коалиционном правительстве коммунистов. Два других претендента (Польша и Чили) помощи не получили.

В дальнейшем Всемирный банк принимал активное участие в кредитовании стран Западной Европы, которая активно восстанавливала разрушенную Второй мировой войной экономику, реализуя план Маршалла. Финансирование этого плана в значительной степени шло по линии Всемирного банка. В 1968–1980 гг. деятельность Всемирного банка была направлена на помощь развивающимся странам. Увеличивались объемы и структура предоставляемых кредитов, охватывая различные отрасли экономики — от инфраструктуры до решения социальных вопросов. Руководивший в этот период Всемирным банком Роберт Макнамара привнес в его деятельность технократи-

ческий стиль управления, так как имел опыт руководящей работы в качестве министра обороны США и президента компании Форда. Макнамара создал новую систему предоставления потенциальными странами-заемщиками информации, что позволяло сокращать время на принятие решения об условиях предоставления кредита. В 1980 г. Макнамара на посту президента Всемирного банка сменил А. Клаузен по представлению тогдашнего президента США Рональда Рейгана. В этот период финансовая помощь предоставлялась в основном странам третьего мира. Для периода 1980–1989 гг. характерной была политика кредитования, направленная на развитие экономик третьего мира, с тем чтобы понизить зависимость их от кредитов. Такая политика привела к сокращению кредитов, предоставляемых на решение социальных задач. С 1989 г. политика Всемирного банка претерпела существенные изменения под влиянием критики различных негосударственных организаций, в частности связанных с охраной окружающей среды. В результате спектр предоставляемых кредитов на различные цели расширился.

В настоящее время в соответствии с Декларацией тысячелетия Всемирный банк сосредоточил свою деятельность на достижении целей развития тысячелетия. В переходный период к третьему тысячелетию под эгидой ООН были сформулированы восемь целей, на достижение которых должны быть направлены усилия международных организаций. К 2015 г. должны быть достигнуты следующие цели развития тысячелетия:

- 1) ликвидация нищеты и голода;
- 2) обеспечение всеобщего начального образования;
- 3) поощрение равенства мужчин и женщин и расширение прав и возможностей женщин;
- 4) сокращение детской смертности;
- 5) улучшение охраны материнства;
- 6) борьба с ВИЧ/СПИДом, малярией и другими заболеваниями;
- 7) обеспечение устойчивого развития окружающей среды;
- 8) формирование глобального партнерства в целях развития.

Решая глобальные задачи развития человечества, Всемирный банк использует механизм предоставления кредитов МБРР странам со средним уровнем дохода по процентным ставкам, соответствующим уровню рынка этих стран. Другая финансовая организация Всемирного банка — МАР кредитует страны с низким уровнем дохода по минимальным процентным ставкам или без процентов.

Два тесно связанных между собой учреждения в составе Всемирного банка — Международный банк реконструкции и развития и Международная ассоциация развития — предоставляют займы по низким процентным ставкам, под нулевой процент или в виде грантов странам, не имеющим доступа к международным рынкам капитала

или имеющим такой доступ на невыгодных условиях. В отличие от других финансовых учреждений Всемирный банк не стремится к получению прибыли. МБРР действует на рыночной основе, пользуется своим высоким кредитным рейтингом, позволяющим ему получать средства под низкий процент, для того чтобы предоставлять кредиты своим клиентам из числа развивающихся стран также по низким процентным ставкам. Операционные расходы, связанные с этой деятельностью, банк покрывает самостоятельно, не используя для этого внешние источники финансирования.

Каждые три года Группа Всемирного банка разрабатывает рамочный документ «Стратегия деятельности Группы Всемирного банка», который используется как основа сотрудничества со страной. Стратегия помогает увязать программы банка как по предоставлению займов, так и аналитических и консультационных услуг с конкретными целями развития каждой страны-заемщика. В стратегию входят проекты и программы, которые могут максимально повлиять на решение проблемы бедности и способствовать динамичному социально-экономическому развитию. До подачи на рассмотрение совету директоров Всемирного банка стратегия обсуждается с правительством страны-заемщика и с другими заинтересованными структурами.

Займы, предоставляемые МБРР развивающимся странам, финансируются в основном за счет продажи облигаций, имеющих наивысший рейтинг надежности «AAA» на мировых финансовых рынках. Получая небольшую прибыль от кредитования, МБРР более значительный доход получает от собственного капитала. Этот капитал состоит из резервов, накопленных в течение многих лет, и средств, получаемых в виде взносов от 185 государств — членов Всемирного банка. Полученную прибыль МБРР использует для покрытия операционных расходов, частично перечисляет МАР и применяет для облегчения бремени задолженности стран. Ресурсы МАР, которая является крупнейшим в мире источником финансирования беднейших стран мира в виде беспроцентных займов и грантов, пополняются каждые три года 40 странами-донорами. Дополнительные средства МАР получает по мере погашения странами предоставляемых на срок от 35 до 40 лет беспроцентных займов. Эти средства затем вновь используются для предоставления кредитов. На долю МАР приходится почти 40% общего объема кредитных операций Всемирного банка.

Действуя через МБРР и МАР, Всемирный банк предоставляет кредиты двух основных видов: инвестиционные кредиты и кредиты на цели развития. Инвестиционные кредиты предоставляются для финансирования производства товаров, работ и услуг в рамках проектов социально-экономического развития в самых различных секторах. Кредиты на цели развития (раньше называвшиеся кредитами для структурных преобразований) предоставляются путем выделения

финансовых ресурсов в целях поддержки политических и институциональных реформ. На стадии переговоров по кредиту банк и заемщик согласовывают задачи развития, решаемые в рамках проекта, компоненты проекта, ожидаемые результаты, контрольные показатели эффективности реализации проекта и план его реализации, а также график выделения средств займа. Во время реализации проекта банк наблюдает за использованием средств и оценивает результаты реализации проектов. Три четверти средств непогашенных займов управляются директорами по странам, работающими в постоянных представительствах банка в государствах-членах. Около 30% персонала банка работают в постоянных представительствах, которых по всему миру насчитывается почти 100.

Долгосрочные кредиты МАР являются беспроцентными, однако по ним взимается небольшой комиссионный сбор в размере 0,75% предоставленных средств. Взимаемый МАР сбор за резервирование средств составляет от нуля до 0,5% неиспользованной суммы кредита; в 2006 финансовом году ставка этого сбора была установлена на уровне 0,33%. Полную информацию о финансовых продуктах, услугах, процентных ставках и сборах МБРР можно получить на странице Казначейского департамента Всемирного банка. Казначейство руководит всеми осуществляемыми МБРР операциями заимствования и кредитования, а также выполняет функции казначея, обслуживая другие учреждения в составе Группы Всемирного банка.

Всемирный банк осуществляет финансовую поддержку и в форме грантов. Целью грантов является содействие разработке проектов путем стимулирования нововведений, сотрудничества между организациями и участия местных заинтересованных сторон в работе над проектами. В последние годы гранты МАР, финансируемые напрямую либо управляемые в рамках партнерских отношений, использовались в следующих целях:

- облегчение долгового бремени стран с высоким уровнем задолженности;
- повышение эффективности служб канализации и водоснабжения;
- поддержка программ иммунизации и вакцинации с целью снижения заболеваемости инфекционными болезнями, такими как малярия;
- борьба с пандемией ВИЧ/СПИДа;
- поддержка организаций гражданского общества;
- создание стимулов для сокращения выбросов парниковых газов.

Всемирный банк осуществляет не только финансовую поддержку стран-членов. Его деятельность направлена также на оказание аналитических и консультационных услуг, в которых нуждаются развивающиеся страны. Анализ проводимой странами политики и разработка соответствующих рекомендаций с целью улучшения социально-эко-

номической ситуации в странах и улучшения условий жизни населения — часть деятельности Всемирного банка. Банк занимается исследовательской работой по широкому кругу вопросов, таких как окружающая среда, бедность, торговля и глобализация, и экономическими и отраслевыми исследованиями в конкретных секторах. Банк анализирует перспективы экономического развития стран, в том числе, например, банковского и/или финансового сектора, торговли, проблемы бедности и системы социальной защиты. Значительная часть усилий также направлена на образовательную деятельность и распространение знаний, помогающих решать проблемы развития страны. Институт Всемирного банка (*World Bank Institute*) — один из инструментов реализации политики по распространению знаний, способствующих решению задач Всемирного банка. Он работает с политиками, бизнесменами, техническими специалистами, другими категориями граждан, а также с университетами, учебными центрами из разных стран.

Служба интернет-трансляций *B-SPAN* — это интернет-портал, при помощи которого Всемирный банк проводит семинары и конференции на такие темы, как устойчивое развитие и сокращение масштабов бедности.

Таким образом, деятельность Всемирного банка охватывает:

- проблемы бедности;
- проблемы снабжения продовольствием;
- сельское хозяйство, лесное хозяйство и развитие других секторов экономики, связанных с использованием земель;
- проблему борьбы со СПИДом в развивающихся странах;
- борьбу с коррупцией;
- борьбу с распространением вирусных заболеваний;
- борьбу с малярией;
- проблемы детства и юношества;
- проблему эксплуатации детей;
- проблемы развития энергетики, доступа к источникам и поиска новых источников энергии;
- экономическую политику и проблемы задолженности развивающихся стран;
- выработку стратегий развития;
- проблемы инвестиций в развивающиеся страны;
- проблемы образования;
- проблемы окружающей среды;
- проблемы экономического роста, налогообложения, задолженности;
- финансовый кризис;
- развитие банковской системы, финансовых рынков, платежных систем;
- глобализацию;
- рост цен, проблемы стран-доноров;

- урбанизацию;
- муниципальные финансы;
- проблемы сохранения наследия;
- транспорт;
- торговлю;
- проблемы водоснабжения и канализации сточных вод;
- публикации, семинары;
- гендерные проблемы;
- проблемы миграции;
- газ, нефть;
- горнодобывающую промышленность;
- Интернет и коммуникации;
- право и развитие;
- развитие частного сектора экономики;
- проблемы изменения климата и его влияния на жизнь людей;
- стратегические задачи развития человечества и отдельных регионов.

В настоящее время банк участвует в финансировании более 1800 проектов практически во всех секторах экономики развивающихся стран. Финансируются проекты в самых разных областях деятельности. Примерами являются развитие микрокредитования в Боснии и Герцеговине, повышение эффективности профилактики СПИДа в Гвинее, поддержка образования девочек в Бангладеш, повышение эффективности здравоохранения в Мексике, содействие восстановлению провозгласившего независимость Восточного Тимора и оказание Индии помощи в ликвидации последствий разрушительного землетрясения в штате Гуджарат.

Условием членства во Всемирном банке является членство в Международном валютном фонде, т.е. каждая страна — член МБРР должна прежде стать членом Международного валютного фонда. Только те страны, которые являются членами МБРР, могут быть членами других организаций, входящих в Группу Всемирного банка.

Международный банк реконструкции и развития состоит из 185 стран-членов. Последней 18 января 2007 г. была принята Черногория. В соответствии с Уставом Международного банка реконструкции и развития каждая страна имеет определенную квоту в уставном капитале, пропорционально квоте распределяются голоса при принятии решений. По состоянию на 2006 г. голоса распределялись следующим образом (табл. 1).

Международная ассоциация развития насчитывает 168 стран-членов.

Группа десяти (*The Group of Ten, G10*) — десять (изначально) государств, подписавших в 1962 г. в Париже Генеральное соглашение о займах.

Квоты стран — членов МБРР

Страна-участница	Доля, %	Страна-участница	Доля, %	Страна-участница	Доля, %
США	16,39	Канада	2,78	Австралия	1,53
Япония	7,86	Россия	2,78	Иран	1,48
Германия	4,49	Саудовская Аравия	2,78	Венесуэла	1,27
Франция	4,30	Нидерланды	2,21	Мексика	1,18
Великобритания	4,30	Бразилия	2,07	Аргентина	1,12
Китай	2,78	Бельгия	1,81	Остальные 163 страны	29,90
Индия	2,78	Испания	1,75	Всего	100,00
Италия	2,78	Швейцария	1,66		

Во встрече в Париже принимали участие правительства восьми государств — членов Международного валютного фонда: Бельгии, Канады, Франции, Италии, Японии, Нидерландов, Великобритании, США — и центральные банки Швеции и Германии (сейчас также являются членами Группы). В 1964 г. к Группе присоединилась Швейцария, но название не было изменено. На данный момент в качестве наблюдателей в Группе участвуют Банк международных расчетов, Европейская комиссия, МВФ и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Принятое в 1962 г. Генеральное соглашение о займах предполагает возможность МВФ пополнять свои средства путем займов у правительств государств — членов Группы для осуществления своей деятельности, т.е. для кредитования других государств — членов фонда. На текущий момент цель Группы заключается во взаимном консультировании и сотрудничестве между членами по вопросам экономики, денег и финансов.

Министры финансов и председатели центральных банков стран — участниц Группы обычно проводят ежегодные саммиты непосредственно перед саммитами МВФ и Всемирного банка. За время своей деятельности Группа опубликовала ряд отчетов и коммюнике по отдельным темам.

Евразийский банк развития (ЕАБР) (Eurasian Development Bank, EDB) — международная финансовая организация, учрежденная Российской Федерацией и Республикой Казахстан в 2006 г.

Миссия ЕАБР заключается в содействии развитию рыночной экономики государств — участников банка, их экономическому росту

и расширению торгово-экономических связей между ними путем осуществления инвестиционной деятельности.

Банк призван стать консолидирующим элементом финансовой инфраструктуры и катализатором углубления интеграционных процессов на территории государств-участников.

Стратегия банка на период с 2008 по 2010 г. определяет следующие стратегические цели:

- содействие устойчивому экономическому развитию государств-участников;
- содействие интеграционным процессам;
- развитие инфраструктурной и институциональной основ рыночной экономики государств-участников;
- завершение становления банка как признанного международного банка развития с региональным фокусом на евразийском пространстве.

Участниками банка являются Россия, Казахстан, Армения и Таджикистан.

К соглашению об учреждении банка могут присоединиться другие государства и международные организации. Уставный капитал организации превышает 1,5 млрд долл. США. Он сформирован за счет взносов государств-участников: Россия — 1 млрд долл.; Казахстан — 500 млн долл.; Армения — 100 тыс. долл.; Таджикистан — 500 тыс. долл.

Банк имеет статус международной организации, и его деятельность регламентируется международным правом. Как субъект международного права банк:

- обладает международной правоспособностью;
- пользуется правами юридического лица на территории государств-участников;
- располагает особым юридическим статусом, подразумевающим наделение его на территории государств-участников привилегиями и льготами;
- имеет статус преференциального кредитора.

Штаб-квартира банка находится в Алма-Ате (Казахстан). ЕАБР имеет представительства в Москве и Астане, филиал в Санкт-Петербурге. Банк имеет статус наблюдателя в Генеральной Ассамблее ООН (с 2007 г.) и статус наблюдателя при ЕвразЭС (с 2008 г.).

Евразийский банк развития создан по инициативе президентов России и Казахстана. Учрежден на основании межгосударственного соглашения, подписанного 12 января 2006 г., в ходе официального визита президента РФ Владимира Путина в Казахстан. Официально начал свою деятельность в июне 2006 г. после подписания президентами России и Казахстана законов о ратификации этого международного соглашения и проведения первого заседания Совета Банка. В 2009 г. участниками ЕАБР стали Армения и Таджикистан.

Стратегические направления инвестиционной деятельности ЕАБР:

- электроэнергетика;
- водно-энергетический комплекс;
- транспортная инфраструктура;
- высокотехнологичные и инновационные отрасли.

Проекты, финансируемые банком, содействуют инфраструктурному развитию и диверсификации экономик государств — участников банка, генерируют рост взаимной торговли и взаимных инвестиций между ними. Банк осуществляет инвестиции в экономически выгодные проекты. Как правило, срок окупаемости проектов не превышает 15 лет, сумма финансирования составляет не менее 30 млн долл. На 1 сентября 2009 г. инвестиционный портфель банка составил 1063 млн долл. США.

В числе инвестиционных проектов ЕАБР:

- строительство горно-обогатительного комбината на месторождении хромитовых руд «Восход» (Казахстан);
- проект промышленного освоения уранового месторождения «Заречное» (Казахстан);
- реконструкция действующих производственных мощностей Экибастузской ГРЭС-2 (Казахстан);
- проект нового типа пассажирских самолетов *Sukhoi Superjet 100* (Россия);
- строительство Тихвинского вагоностроительного завода (Россия);
- проект строительства терминала ЮГ-2 в морском торговом порту Усть-Луга (Россия);
- а также строительство лесоперерабатывающего комбината в Томской области, закупка сельскохозяйственной техники для казахстанских предприятий — производителей зерна, развитие морского грузового транспорта в Северокаспийском регионе, утилизация и переработка попутного газа при добыче нефти, развитие банковских систем государств-участников и др.

Банку присвоены кредитные рейтинги международных рейтинговых агентств *Standard & Poor's* (BBB), *Fitch Ratings* (BBB) и *Moody's Investors Service* *Standard & Poor's* (A3).

Банк оказывает финансовую поддержку в проведении предынвестиционных и инновационных исследований, направленных на углубление интеграционных процессов на евразийском пространстве, укрепление рыночной инфраструктуры и обеспечение устойчивого экономического роста государств — участников банка. В этих целях в банке создан Фонд технического содействия. Банк осуществляет и информационно-аналитическую деятельность. Публичные аналитические продукты ЕАБР включают:

- программу исследований региональной интеграции (публикации, «круглые столы», конференции, исследовательские гранты);

- страновые и отраслевые обзоры.

Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР, *European Bank for Reconstruction and Development, EBRD*) — инвестиционный механизм, созданный в 1991 г. 60 странами и двумя международными организациями для поддержки рыночной экономики и демократии в 27 странах — от Центральной Европы до Центральной Азии. Организация возникла в период, когда в государствах Центральной и Восточной Европы менялся политический строй и страны бывшего советского блока нуждались в поддержке для создания нового частного сектора в условиях перехода к рыночной экономике.

ЕБРР является крупнейшим инвестором в регионе и, помимо выделения своих средств, привлекает значительные объемы прямых иностранных инвестиций. Однако, хотя его акционерами и являются представители государства, ЕБРР вкладывает капитал главным образом в частные предприятия, как правило совместно со своими коммерческими партнерами. Он осуществляет проектное финансирование банков, предприятий и компаний, вкладывая средства как в новые производства, так и в действующие фирмы. Он также работает с государственными компаниями в целях поддержки процессов приватизации и структурной реорганизации на них, а также совершенствования коммунального хозяйства. ЕБРР использует установившиеся у него тесные связи с правительствами стран региона в целях реализации курса на создание благоприятных условий для предпринимательской деятельности. Как и МБРР, ЕБРР привлекает средства за счет эмиссии облигаций. Особенностью операций ЕБРР является широкое привлечение средств в национальных валютах стран Восточной Европы, включая российский рубль.

Устав ЕБРР предусматривает его деятельность только в тех странах, которые привержены принципам демократии.

Забота об окружающей среде является составным элементом системы корпоративного управления и фигурирует во всех инвестиционных операциях ЕБРР.

Во всех своих инвестиционных операциях ЕБРР должен:

- способствовать становлению в стране полноценной рыночной экономики, т.е. обеспечивать эффект воздействия на процесс перехода;
- брать на себя риски в целях оказания содействия частным инвесторам, при этом не вытесняя их с рынка;
- применять рациональные принципы ведения банковской деятельности.

С помощью своих инвестиций ЕБРР содействует:

- проведению структурных и отраслевых реформ;
- развитию конкуренции, приватизации и предпринимательства;
- укреплению финансовых организаций и правовых систем;

- развитию необходимой инфраструктуры для поддержки частного сектора;
- внедрению надежно работающей системы корпоративного управления, в том числе и в целях решения природоохранных проблем. Являясь катализатором перемен, ЕБРР:
- стимулирует софинансирование и привлечение прямых иностранных инвестиций;
- привлекает отечественный капитал;
- оказывает техническое содействие.

Штаб-квартира банка находится в Великобритании.

Страны и организации — участницы проекта:

Албания	Армения	Австралия
Австрия	Азербайджан	Белоруссия
Бельгия	Босния и Герцеговина	Болгария
Канада	Хорватия	Кипр
Чехия	Дания	Египет
Эстония	Финляндия	Франция
Грузия	Германия	Греция
Венгрия	Исландия	Ирландия
Израиль	Италия	Япония
Казахстан	Южная Корея	Киргизия
Люксембург	БЮР Македония	Мальта
Мексика	Молдавия	Монголия
Марокко	Нидерланды	Новая Зеландия
Норвегия	Польша	Португалия
Румыния	Россия	Сербия и Черногория
Словацкая Республика	Словения	Испания
Швеция	Швейцария	Таджикистан
Турция	Туркменистан	Украина
Соединенное королевство	США	Узбекистан
Европейский союз	Европейский инвестиционный банк	

В 2004 г. банк профинансировал 129 проектов на общую сумму 4,1 млрд евро, из них 1,24 млрд евро получила Россия. Всего за 1991–2008 гг. банк выдал странам Восточной Европы 33 млрд евро для 2,2 тыс. проектов, из которых на долю России пришлось более 5,9 млрд евро. В 2004 г. прибыль банка составила 297,7 млн евро. Собственный капитал банка в 2008 г. составлял 20 млрд евро.

Европейский инвестиционный банк — государственное финансово-кредитное учреждение Европейского союза для финансирования развития отсталых европейских регионов в форме долгосрочных кредитов. Создан в 1958 г. с целью предоставления кредитов для сооружения и реконструкции объектов, которые представляют интерес для стран ЕС. Уставный капитал формируется из взносов стран-

участниц и составляет 163,7 млрд евро. ЕИБ является юридическим лицом. Его членами являются государства — члены Сообщества. Банк способствует постоянному и сбалансированному развитию общего рынка в интересах Сообщества. Для достижения этой цели он использует как ресурсы рынка капиталов, к которым имеет доступ, так и собственные ресурсы. Банк предоставляет кредиты и гарантии для реализации таких проектов:

- по развитию слаборазвитых регионов;
- направленных на модернизацию или преобразование предприятий или на развитие новых видов деятельности, которые способствовали прогрессу в создании общего рынка;
- которые составляют общий интерес для нескольких государств-членов, которые не могут сами полностью финансировать их.

За счет выпуска облигационных ссуд на международном денежном рынке и на национальных денежных рынках стран Европейского инвестиционного банка формируются привлеченные средства банка. На рентабельные проекты предоставляют обычные кредиты, на малорентабельные — льготные. До 70% приходится на кредиты для регионального развития менее развитых районов. Общая сумма предоставленных кредитов — свыше 47 млрд евро. Ссуды банка покрывают часть стоимости проекта, дополняя собственные капиталы заемщика (как правило, меньше 50%). Сферы использования кредитов — прежде всего энергетика, транспорт и телекоммуникации. Европейский инвестиционный банк предоставляет также льготные кредиты за счет средств ЕС как технический распорядитель. Кредиты банка предоставляются в нескольких валютах. Процентная ставка по «смешанным» кредитам определяется на базе средневзвешенной стоимости в привлеченных средствах в данных валютах на международных или национальных рынках капиталов.

Местонахождение Европейского инвестиционного банка — Люксембург.

Европейский центральный банк (*European Central Bank*) — центральный банк Евросоюза и зоны евро. Образован 1 июня 1998 г. Штаб-квартира расположена в немецком городе Франкфурте-на-Майне. В его штат входят представители всех государств — членов ЕС. Банк полностью независим от остальных органов ЕС.

Главные функции банка:

- выработка и осуществление валютной политики зоны евро;
- содержание и управление официальными обменными резервами стран зоны евро;
- эмиссия банкнот евро;
- установление основных процентных ставок;
- поддержание ценовой стабильности в еврозоне, т.е. обеспечение уровня инфляции не выше 2%.

Европейский центральный банк является «наследником» Европейского денежно-кредитного института (ЕМИ), который играл ведущую роль в подготовке к вводу евро в 1999 г.

Европейская система центральных банков — состоит из ЕЦБ и национальных центральных банков:

- Национальный банк Бельгии;
- Бундесбанк;
- Банк Греции;
- Банк Испании;
- Банк Франции;
- Валютный институт Люксембурга.

Все ключевые вопросы, касающиеся деятельности Европейского центрального банка, такие как учетная ставка, учет векселей и пр., решаются дирекцией и Советом управляющих банка.

Исламский банк развития, ИБР (*Islamic Development Bank, IsDB*) — международная финансовая организация, расположенная в Джидде (Саудовская Аравия).

Был основан 18 декабря 1973 г. на первой конференции министров финансов стран — участниц Организации Исламская конференция. Начал свою деятельность 20 октября 1975 г. Капитал банка образован за счет взносов стран-учредителей, основными из которых являются следующие: Саудовская Аравия, Судан, Кувейт, Ливия, Турция, ОАЭ, Иран, Египет, Индонезия, Пакистан.

Исламский банк развития имеет статус наблюдателя на Генеральной Ассамблее ООН.

В настоящее время образована Группа Исламского банка развития, которая включает следующие организации:

- Исламская корпорация по развитию частного сектора (*Islamic Corporation for the Development of the Private Sector, ICD*);
- Исламская корпорация по страхованию инвестиций и экспортных кредитов (*Islamic Corporation for the Insurance of Investment & Export Credit, ICIEC*);
- Исламский исследовательский и учебный институт (*Islamic Research and Training Institute, IRTI*);
- Международная исламская торгово-финансовая корпорация (*International Islamic Trade Finance Corporation, ITFC*).

Функции Группы Исламского банка развития состоят в участии путем финансирования проектов экономического и социального развития в странах-членах. Банк осуществляет свою деятельность, основываясь на законах и принципах шариата. Денежная единица банка — исламский динар, равный одному СДР. Официальным языком является арабский, однако английский и французский также используются как рабочие языки. Собственный капитал банка составляет 15 млрд исламских динаров. В настоящее время членами банка яв-

ляются 56 государств. Основные требования для принятия в члены банка — участие в Организации Исламская конференция, уплата членского взноса в капитал банка и соблюдение правил, процедур, терминов, принятых Советом директоров банка.

Комитет по Международным стандартам финансовой отчетности (фонд) (*International Accounting Standards Committee foundation*) — некоммерческая организация, зарегистрированная в штате Делавэр, США. Офисы фонда располагаются в Лондоне (Великобритания).

Фонд образован в 2001 г. в ходе реорганизации прежней системы принятия МСФО.

Управление фондом осуществляют 22 члена правления (по шесть из Северной Америки, Европы, Азии/Океании и четыре из любой территории, но с учетом необходимости поддерживать географический баланс). Члены правления избираются на три года с возможностью продления. Новые члены правления избираются предшествующим составом правления после консультаций с национальными и международными организациями аудиторов. Большинство членов правления являются бывшими или настоящими сотрудниками крупных корпораций, руководителями бирж и национальных ассоциаций предпринимателей.

Финансируется в основном крупнейшими аудиторскими фирмами «большой четверки», крупными корпорациями, международными организациями. С 2008 г. предлагается изменить систему финансирования с целью расширения круга спонсирующих организаций и обеспечения большей независимости фонда.

Лондонский клуб — это неформальная организация банков-кредиторов, созданная для урегулирования вопросов задолженности иностранных заемщиков перед членами этого клуба. Таким образом, Лондонский клуб является форумом для пересмотра сроков погашения кредитов, предоставленных коммерческими банками (без гарантии правительства-кредитора). Поскольку такие переговоры между суверенными должниками и коммерческими кредиторами часто проходят в Лондоне, этот клуб получил название «Лондонский клуб». Данный клуб является неофициальным органом, включающим в себя коммерческие банки, перед которыми имеют задолженность страны «третьего мира».

Первые заседания Лондонского клуба состоялись в 1976 г. для рассмотрения вопросов задолженности Заира перед частными кредиторами. Деятельность Лондонского клуба похожа по целям на деятельность Парижского клуба. Отличие состоит в том, что Парижский клуб объединяет государства-кредиторы в лице представителей центральных банков и министров финансов стран-кредиторов, в то время как Лондонский клуб объединяет негосударственные, коммер-

ческие банки. Членами Лондонского клуба являются около 1000 банков из разных стран.

Интересы банков-кредиторов в Лондонском клубе представляет Банковский консультативный комитет (БКК), в котором представлены те банки, на которые приходится максимальная часть долга данной страны. Соглашение, достигнутое между страной-должником и комитетом, должно получить поддержку банков, на которые приходится 90–95% непогашенных обязательств должника, и только после этого данное соглашение может быть официально подписано. Процедура урегулирования долга включает подготовительную работу, которая предполагает разработку стратегии урегулирования долга. Затем страна-должник проводит консультации со своими главными кредиторами с целью образования руководящего комитета. Обычно страна-должник выбирает банки, с пониманием относящиеся к выдвигаемым ею условиям работы в составе БКК и представляющие географические регионы, перед которыми страна имеет долговые обязательства. В БКК по реструктуризации российского внешнего долга в последние годы входили: *Deutsche Bank*, *Credit Lyonnais*, *BNP*, *Commerzbank*, *BNL*, *Bank of Tokyo-Mitsubishi*, *Bank Austria*, *Dresdner Bank*. Благодаря опыту работы банковских консультативных комитетов они стали достаточно компетентными органами для детальной оценки экономической ситуации страны-заемщика и построения схемы рефинансирования долга.

Как и Парижский клуб, Лондонский клуб стремится облегчить бремя развивающихся стран по непосредственному обслуживанию долга. Ни один из этих клубов не является формальной международной организацией. Их «членский состав» нестабилен, и они не имеют официального мандата.

Лондонский клуб занимается реструктуризацией долгов коммерческим структурам, тогда как Парижский клуб пересматривает долги официальным кредиторам.

Как правило, Лондонский клуб не пересматривает процентные платежи, тогда как Парижский клуб пересматривает выплату как основной суммы долга, так и процентов.

Межамериканский банк развития (англ. *Inter-American Development Bank*, *IADB*, *IDB*, фр. *Banque interaméricaine de développement*, *BID*, исп. *Banco Interamericano de Desarrollo*, *BID*, порт. *Banco Interamericano de Desenvolvimento*, *BID*) — международная финансовая организация, созданная в 1959 г. с целью финансовой поддержки экономики стран Латинской Америки и Карибского бассейна.

Банк создан в 1959 г. по принципу акционерного общества 19 американскими государствами. Затем акционерами банка стали неамериканские государства.

Позднее были созданы другие финансовые организации, связанные с деятельностью Межамериканского банка развития:

1986 г. — Межамериканская инвестиционная корпорация;
1993 г. — Многосторонний инвестиционный фонд.

Все три организации: Межамериканский банк развития, Межамериканская инвестиционная корпорация и Многосторонний инвестиционный фонд — образуют группу Межамериканского банка развития. Акционерами банка в настоящее время являются 47 государств с разным статусом. 26 государств — членов банка имеют право на получение кредита, а 21 не имеет такого права.

Межамериканский банк развития является крупнейшим международным источником развития в регионе. Банк предоставляет займы правительствам стран — членов банка на стандартных коммерческих условиях. Вместе с тем банк имеет статус преференциального кредитора, означающего, что заемщик должен вернуть средства в первую очередь этому банку, а потом всем остальным коммерческим банкам. Денежные фонды, используемые для предоставления займов, увеличиваются за счет привлечения средств, полученных от продажи облигаций институциональным инвесторам. Гарантией по привлекаемым средствам выступает уставный капитал банка, внесенный странами-учредителями (48 государств), а также дополнительные гарантии (*callable capital*), предоставляемые богатейшими странами, не являющимися заемщиками банка (22 государства). Благодаря этим гарантиям облигации банка имеют наивысший рейтинг надежности (кредитоспособности) — *AAA*.

В отличие от других международных финансовых институтов, таких как Всемирный банк, страны-заемщики являются ведущими акционерами Межамериканского банка развития. Их совместная доля превышает 50%, в то время как доля США составляет 30%.

Межгосударственный банк — международная финансовая организация, образованная в 1993 г. десятью странами СНГ: Республикой Армения, Республикой Беларусь, Республикой Казахстан, Кыргызской Республикой, Республикой Молдова, Российской Федерацией, Республикой Таджикистан, Туркменией, Республикой Узбекистан и Украиной.

Основное направление работы Межгосударственного банка — решение вопросов, возникающих при сотрудничестве стран Содружества Независимых Государств в области финансов. Функции Межгосударственного банка менялись вслед за изменениями ситуации в экономической и финансовой сферах Содружества Независимых Государств. После распада рублевой зоны и подписания Соглашения о создании Платежного союза банк стал специализированным институтом этого союза.

В октябре 1996 г. был подписан Протокол шестью государствами (Армения, Белоруссия, Киргизия, Молдавия, Российская Федерация, Таджикистан), в соответствии с которым банк допущен на внутренние

валютные рынки этих государств с правом проводить банковские операции и сделки. Банк осуществляет основные операции на территории государств, входящих в Содружество Независимых Государств, развивает инвестиционно-кредитную деятельность в рамках СНГ. Установлены корреспондентские отношения с центральными банками государств-учредителей, с их коммерческими банками, а также финансовыми структурами других государств.

Межгосударственный банк, являясь членом ряда бирж, членом *SWIFT*, проводит операции на валютном рынке, рынке ценных бумаг, межбанковских кредитов и депозитов.

Установленные корреспондентские отношения Межгосударственного банка позволяют предложить клиентам банка схемы расчетов с контрагентами в любом регионе СНГ и других странах. Особенностью услуг банка является то, что Межгосударственный банк осуществляет платежи исключительно с использованием национальных валют. Курс одной национальной валюты к другой национальной валюте устанавливается максимально приближенным к курсу, устанавливаемому национальным банком. Таким образом, отпадает необходимость проводить конверсионные операции через третью валюту (доллар США).

Банк предоставляет клиентам вне зависимости от их месторасположения возможность дистанционно управлять своими средствами на счетах с помощью системы «банк — клиент».

Платежи через систему Межгосударственного банка характеризуются минимальной стоимостью, большой оперативностью и прозрачностью для всех участников. Основными преимуществами Межгосударственного банка при проведении международных расчетов и платежей можно считать:

- оперативность проведения платежей в режиме *on-line*;
- расширение границ времени текущего операционного банковского дня;
- проведение платежей в национальных валютах без затрат на конверсию;
- наличие невысокой комиссии банка: проведение платежей в армянских драмах и таджикских сомони без комиссии; платежей в рублях РФ — 5 руб. РФ за каждый платеж; платежей в белорусских рублях, казахских тенге, киргизских сомах с взиманием комиссии 20 руб. РФ вне зависимости от суммы;
- обеспечение гарантии платежа центральными (национальными) банками стран-участниц.

Международная ассоциация развития (МАР) — организация, входящая в Группу Всемирного банка. Создана в 1960 г. Ее цель — оказание помощи самым бедным странам. Право на получение займов от МАР имеют страны с уровнем ВВП на душу населения не более 835 долл. МАР пре-

доставляет беспроцентные займы с 30–40-летним сроком погашения и отсрочкой основных платежей в течение первых десяти лет.

Членами МАР являются более 160 стран.

Международная финансовая корпорация (МФК) (*International Finance Corporation, IFC*) — международный финансовый институт, входящий в структуру Всемирного банка. Штаб-квартира организации находится в Вашингтоне (США). Организация создана в 1956 г. с целью обеспечения устойчивого притока частных инвестиций в развивающиеся страны. Президент Группы Всемирного банка одновременно является Президентом МФК. Оперативное руководство осуществляется исполнительным вице-президентом. Акционерами МФК являются 179 стран, в том числе США (23,65% голосов), Япония (5,87%), Россия (3,39%).

МФК координирует свою деятельность с другими организациями, входящими в состав Группы Всемирного банка, но в юридическом и финансовом отношениях является независимой организацией.

МФК осуществляет предоставление займов, инвестирование в форме долевого участия в капитале, предлагает структурированное финансирование и продукты по управлению рисками, а также оказывает консультационные услуги в целях стимулирования роста частного сектора в развивающихся странах. В отличие от МБРР МФК не требует государственных гарантий по предоставляемым средствам.

Источниками средств МФК являются взносы стран-членов, эмиссия облигаций на международном финансовом рынке и доходы от осуществления своих операций. В 2005 г. МФК участвовала в 3316 проектах по всему миру (в том числе в России — 92 проекта) на общую сумму 49,4 млрд долл. В 2005 г. процентный доход корпорации составил 1,19 млрд долл. (в 2004 г. — 796 млн долл.), доход от прямых инвестиций — 1,4 млрд долл. (658 млн долл.), чистая прибыль — 2,015 млрд долл. (993 млн долл.). Размер активов МФК в 2005 г. составлял 39,6 млрд долл. (32,4 млрд долл. в 2004 г.).

Международный валютный фонд, МВФ (*International Monetary Fund, IMF*) — специализированное учреждение ООН со штаб-квартирой в Вашингтоне (США).

На Бреттон-Вудской конференции ООН по валютно-финансовым вопросам 22 июля 1944 г. была разработана основа соглашения (*Хартия МВФ*) по созданию этой организации. Наиболее существенный вклад в разработку концепции МВФ внесли Джон Мейнард Кейнс, возглавлявший британскую делегацию, и Гарри Декстер Уайт — заместитель государственного секретаря США. Окончательный вариант соглашения первые 29 государств подписали 27 декабря 1945 г. — официальная дата создания МВФ. МВФ начал свою деятельность 1 марта 1947 г. как часть Бреттон-Вудской системы. В том же году Франция взяла первый кредит. В настоящее время МВФ объединяет 186 государств, а в его структурах работают 2500 человек из 133 стран.

МВФ предоставляет кратко- и среднесрочные кредиты при дефиците платежного баланса государства. Предоставление кредитов обычно сопровождается набором условий и рекомендаций, направленных на улучшение ситуации в странах-заемщиках. Политика и рекомендации МВФ в отношении развивающихся стран неоднократно подвергались критике, суть которой состоит в том, что выполнение рекомендаций и условий в конечном итоге направлено не на повышение самостоятельности, стабильности и развитие национальной экономики государства, а лишь на привязывание ее к международным финансовым потокам.

Основные цели деятельности МВФ состоят в следующем.

1. Способствовать международному сотрудничеству в валютно-финансовой сфере.

2. Содействовать расширению и сбалансированному росту международной торговли в интересах развития производственных ресурсов, достижения высокого уровня занятости и реальных доходов государств-членов.

3. Обеспечивать стабильность валют, поддерживать упорядоченные отношения в валютной области среди государств-членов и не допускать обесценивания валют с целью получения конкурентных преимуществ.

4. Оказывать помощь в создании многосторонней системы расчетов между государствами-членами, а также в устранении валютных ограничений.

5. Предоставлять временно государствам-членам средства в иностранной валюте, которые давали бы им возможность исправлять нарушения равновесия в их платежных балансах.

Эти цели реализуются с помощью выполнения организацией следующих функций:

- содействие международному сотрудничеству в денежной политике;
- расширение мировой торговли;
- кредитование;
- стабилизация денежных обменных курсов;
- консультирование стран-дебиторов;
- разработка стандартов международной финансовой статистики;
- сбор и публикация международной финансовой статистики.

Уставный капитал фонда составляет около 217 млрд СДР (на январь 2008 г. 1 СДР равнялся примерно 1,5 долл. США). Он формируется за счет взносов государств-членов, каждое из которых обычно выплачивает приблизительно 25% своей квоты в СДР или в валюте других членов, а остальные 75% — в своей национальной валюте. Исходя из размеров квот распределяются голоса между странами-членами в руководящих органах МВФ. Самым большим количеством голосов в МВФ (по состоянию на 16 июня 2006 г.) обладают: США —

17,8%; Германия — 5,99; Япония — 6,13; Великобритания — 4,95; Франция — 4,95; Саудовская Аравия — 3,22; Италия — 4,18; Россия — 2,74%. Доля 15 стран — участниц ЕС — 30,3%. 29 промышленно развитых государств (страны — члены Организации экономического сотрудничества и развития) имеют в совокупности 60,35% голосов в МВФ. На долю остальных стран, составляющих свыше 84% количества членов фонда, приходится лишь 39,75%. В МВФ действует принцип «взвешенного» количества голосов: возможность стран-членов оказывать воздействие на деятельность фонда с помощью голосования определяется их долей в его капитале. Каждое государство имеет 250 «базовых» голосов независимо от величины его вноса в капитал и дополнительно по одному голосу за каждые 100 тыс. СДР суммы этого вноса. В том случае, если страна покупала (продавала) СДР, полученные ей при первичной эмиссии СДР, ее число голосов увеличивается (сокращается) на 1 за каждые 400 тыс. купленных (проданных) СДР. Эта коррекция осуществляется не более чем на $\frac{1}{4}$ от числа голосов, полученных за взнос страны в капитал фонда. Такой порядок обеспечивает решающее большинство голосов ведущим государствам.

Решения в Совете управляющих обычно принимаются простым большинством (не менее половины) голосов, а по важным вопросам, имеющим оперативный либо стратегический характер, — «специальным большинством» (соответственно 70 или 85% голосов стран-членов). Несмотря на некоторое сокращение удельного веса голосов США и ЕС, они по-прежнему могут налагать вето на ключевые решения фонда, принятие которых требует максимального большинства (85%). Это означает, что США вместе с ведущими западными государствами располагают возможностью осуществлять контроль над процессом принятия решений в МВФ и направлять его деятельность, исходя из своих интересов. Что касается развивающихся стран, то при наличии скоординированных действий теоретически они также в состоянии не допускать принятия не устраивающих их решений. Однако достичь согласованности большому числу разнородных стран сложно. На встрече руководителей фонда в апреле 2004 г. было высказано намерение расширить возможности развивающихся стран и стран с переходными экономиками участвовать более эффективно в механизме принятия решений в МВФ. В условиях финансового кризиса деятельность МВФ также подвергается существенной критике, ее острее направлено на монополизацию положения США в деятельности фонда.

Существенную роль в организационной структуре МВФ играет **Международный валютный и финансовый комитет** (МВФК, *International Monetary and Financial Committee, IMFC*). С 1974 г. до сентября 1999 г. его предшественником был Временный комитет по вопросам меж-

дународной валютной системы. МВФК состоит из 24 управляющих МВФ, в том числе от России, и собирается на свои сессии дважды в год. Этот комитет является совещательным органом Совета управляющих и не имеет полномочий для принятия директивных решений. Тем не менее он выполняет важные функции: направляет деятельность Исполнительного совета; вырабатывает стратегические решения, относящиеся к функционированию мировой валютной системы и деятельности МВФ; представляет Совету управляющих предложения о внесении поправок в статьи Соглашения МВФ. Подобную роль играет также Комитет по развитию — Объединенный министерский комитет советов управляющих Всемирного банка и фонда (*Joint IMF — World Bank Development Committee*).

Основная сфера деятельности фонда — кредитование стран-участниц, поэтому рассмотрим основные механизмы кредитования фонда.

1. *Резервная доля.* Первая порция иностранной валюты, которую страна-член может приобрести в МВФ в пределах 25% квоты, называлась до Ямайского соглашения «золотой», с 1978 г. — резервной долей (*Reserve Tranche*). Резервная доля определяется как превышение величины квоты страны-члена над суммой, находящейся на счете фонда национальной валюты данной страны. Если МВФ использует часть национальной валюты страны-члена для предоставления кредита другим странам, то резервная доля такой страны соответственно увеличивается. непогашенная сумма займов, предоставленных страной-членом фонду в рамках кредитных соглашений ГСЗ и НСЗ, образует ее кредитную позицию. Резервная доля и кредитная позиция вместе составляют «резервную позицию» страны — члена МВФ.

2. *Кредитные доли.* Средства в иностранной валюте, которые могут быть приобретены страной-членом сверх резервной доли (в случае ее полного использования авуары МВФ в валюте страны достигают 100% квоты), делятся на четыре кредитные доли, или транша (*Credit Tranches*), составляющие по 25% квоты. Доступ стран-членов к кредитным ресурсам МВФ в рамках кредитных долей ограничен: сумма валюты страны в активах МВФ не может превышать 200% ее квоты (включая 75% квоты, внесенных по подписке). Таким образом, предельная сумма кредита, которую страна может получить у фонда в результате использования резервной и кредитных долей, составляет 125% ее квоты. Однако устав предоставляет МВФ право приостанавливать это ограничение. На этом основании ресурсы фонда во многих случаях используются в размерах, превышающих зафиксированный в уставе предел. Поэтому понятие «верхние кредитные доли» (*Upper Credit Tranches*) стало означать не только 75% квоты, как в ранний период деятельности МВФ, а суммы, превосходящие первую кредитную долю.

3. *Договоренности о резервных кредитах стэнд-бай (Stand-by Arrangements)* (с 1952 г.) обеспечивают стране-члену гарантию того, что в пределах определенной суммы и в течение срока действия договоренности при соблюдении оговоренных условий страна может беспрепятственно получать иностранную валюту от МВФ в обмен на национальную. Подобная практика предоставления кредитов представляет собой открытие кредитной линии. Если использование первой кредитной доли может быть осуществлено в форме прямой покупки иностранной валюты после одобрения фондом ее запроса, то выделение средств в счет верхних кредитных долей обычно проводится посредством договоренностей со странами-членами о резервных кредитах. С 1950-х и до середины 1970-х гг. соглашения о кредитах стэнд-бай имели срок до года, с 1977 г. и до сегодняшнего времени — до 18 месяцев и даже до трех лет в связи с увеличением дефицитов платежных балансов.

4. *Механизм расширенного кредитования (Extended Fund Facility)* (с 1974 г.) дополнил резервную и кредитные доли. Он предназначен для предоставления кредитов на более длительные сроки и в больших размерах по отношению к квотам, чем в рамках обычных кредитных долей. Основанием для обращения страны к МВФ с просьбой о предоставлении кредита в рамках расширенного кредитования является серьезное нарушение равновесия платежного баланса, вызванное неблагоприятными структурными изменениями производства, торговли или цен. Расширенные кредиты обычно предоставляются на три года, при необходимости — до четырех лет, определенными порциями (траншами) через установленные промежутки времени — раз в полугодие, ежеквартально или (в некоторых случаях) ежемесячно. Главным назначением кредитов стэнд-бай и расширенных кредитов является содействие странам — членам МВФ в осуществлении макроэкономических стабилизационных программ или структурных реформ. Фонд требует от стран-заемщиков выполнения определенных условий, причем степень их жесткости нарастает по мере перехода от одной кредитной доли к другой. Некоторые условия должны быть выполнены до получения кредита. Обязательства стран-заемщиков, предусматривающие проведение ими соответствующих финансово-экономических мероприятий, фиксируются в «Письме о намерениях» (*Letter of intent*) или Меморандуме об экономической и финансовой политике (*Memorandum of Economic and Financial Policies*), направляемых в МВФ. Ход выполнения обязательств страной — получателем кредита контролируется путем периодической оценки предусмотренных договоренностью специальных целевых критериев реализации (*Performance criteria*). Эти критерии могут быть либо количественными, относящимися к определенным макроэкономическим показателям, либо структурными, отражающими институциональные изменения.

Если МВФ сочтет, что страна использует кредит в противоречии с целями фонда и не выполняет взятых обязательств, он может ограничить ее кредитование и отказать в предоставлении очередного транша.

Таким образом, этот механизм позволяет МВФ оказывать экономическое и политическое давление на страны, осуществляющие заимствования.

В отличие от Всемирного банка деятельность МВФ сосредоточена на относительно кратковременных макроэкономических кризисах. Всемирный банк предоставляет кредиты только бедным странам, МВФ может давать кредиты любой из своих стран-членов, которая испытывает нехватку иностранной валюты для покрытия краткосрочных финансовых обязательств.

Парижский клуб — неофициальная межправительственная организация индустриально развитых стран-кредиторов, инициатором создания которой выступила Франция. Парижский клуб кредиторов — это важнейшее неформальное финансовое объединение лидеров мировой экономики. Объединение было создано в 1956 г., когда Аргентина согласилась встретиться со своими кредиторами в Париже. Клуб создан для обсуждения и урегулирования проблем задолженности суверенных государств. Главная задача, которую решает Парижский клуб, — реструктуризация задолженности развивающихся стран. Главная идея деятельности Парижского клуба — проявлять заботу о наиболее бедных странах, имеющих явно безнадежную внешнюю задолженность. Общественное мнение вполне поддерживает списание беднейшим странам части долгов. Еще в декабре 1994 г. Парижский клуб решил, что в отдельных случаях может быть списано до 67% долга той или иной страны. В феврале 1995 г. Уганда стала первой страной, получившей такую скидку. Сейчас максимальная скидка увеличена до 80%. Максимальная скидка предоставляется не всем. Для этого должнику нужно не только быть бедным, но и активно проводить рыночные реформы.

Парижский клуб более влиятелен, чем, например, Лондонский клуб, и объединяет представителей банков-кредиторов 19 стран (Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Россия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония).

Парижский клуб руководствуется тремя основными принципами: наличие непосредственной угрозы прекращения платежей, обусловленность реструктуризации долга обязательством должника проводить определенную экономическую политику и равномерное распределение бремени невыплаченных долгов среди кредиторов.

С 1956 по 2009 г. в рамках Парижского клуба было достигнуто 408 соглашений с 86 различными странами-должниками. Общая

сумма урегулированного внешнего государственного долга различных стран составила 513 млрд долл. США.

Несмотря на то что Парижский клуб не имеет строгого формализованного статуса, т.е. является неформальной организацией, его деятельность базируется на определенных правилах и принципах.

Россия вступила в Парижский клуб в 1995 г. в качестве кредитора и прежде всего получила реальную возможность влиять на мировую экономику: во-первых, контролировать экономическую политику развивающихся и постсоциалистических стран, задолжавших клубу; во-вторых, на равных разговаривать с МВФ. Вступление в клуб позволило России повысить свой кредитный рейтинг и успешнее размещать еврооблигации.

Северный инвестиционный банк (*Nord Investment Bank, NIB*) — многосторонний банк развития, членами которого являются страны Скандинавии и Балтии.

Банк финансирует проекты, представляющие интерес для стран-членов как в Северной Европе (инвестиции в инфраструктуру, экологию, образование), так и за ее пределами (содействие фирмам — партнерам компаний из стран Северной Европы). Банк предоставляет кредиты на срок до 20 лет в объеме до 50% от стоимости проекта.

Совет по Международным стандартам финансовой отчетности (*International Accounting Standards Board*) — структура, устанавливающая Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Располагается в Лондоне (Великобритания).

Совет входит в состав Комитета по международным стандартам финансовой отчетности (*International Accounting Standards Committee foundation*). В Совет должно входить 14 членов, назначаемых Комитетом по Международным стандартам финансовой отчетности.

Совет по финансовой стабильности (*Financial Stability Board*) — международная организация, созданная странами «большой индустриальной двадцатки» на Лондонском саммите в апреле 2009 г. Создан на базе Форума финансовой стабильности, существовавшего с 1999 г. Основные цели организации — выявление слабых мест в области мировой финансовой стабильности, разработка и применение регулирующей и надзорной политики в этой сфере.

В состав Совета входят представители национальных финансовых органов власти (центральных банков, надзорных органов, министерств финансов), международных финансовых институтов, комиссий, экспертов центральных банков.

Черноморский банк торговли и развития — международная финансовая организация, созданная с целью поддержки регионального развития и кооперации стран Черноморского региона. Целями банка являются развитие торговых связей в регионе, содействие реализации международных проектов, содействие иностранным инвестициям,

предоставление гарантий при развитии торговых и экономических связей как на государственном уровне, так и в частном бизнесе. Черноморский банк торговли и развития относится к международной организации «Черноморское экономическое сотрудничество».

Основополагающим документом, определяющим деятельность ЧБТР, является Соглашение о создании Черноморского банка торговли и развития, зарегистрированного ООН. Уставный капитал банка 3 млрд СДР. Страны — члены Черноморского банка торговли и развития — Албания, Армения, Азербайджан, Болгария, Грузия, Греция, Молдавия, Румыния, Россия, Турция, Украина.

ПРИЛОЖЕНИЕ 2

ВАЛютный рынок

Валютный рынок — это вся совокупность конверсионных и кредитно-депозитных операций в иностранных валютах, осуществляемых между контрагентами — участниками валютного рынка. Валютные рынки можно классифицировать по следующим признакам.

1. *По виду операций.* Например, существует мировой рынок конверсионных операций (в нем можно выделить сегменты конверсионных операций типа евро/доллар или доллар/иена), а также мировой рынок кредитно-депозитных операций.

2. *По территориальному признаку.* Принято выделять следующие крупные рынки: европейский, североамериканский, азиатский. В них выделяют крупные международные валютно-финансовые центры: в Европе — Лондон, Цюрих, Франкфурт-на-Майне, Париж и т.д.; в Северной Америке — Нью-Йорк; в Азии — Токио, Сингапур, Гонконг. Можно говорить о существовании национальных валютных рынков (например, внутренний валютный рынок РФ), для которых свойственны те или иные валютные ограничения на покупку, продажу, кредитование и проведение расчетов в иностранной валюте.

3. *По смешанному признаку, такому как пересечение территориальных рынков и рынков по видам операций.* Например, правомерно говорить о существовании европейского рынка долларовых депозитов или азиатского рынка конверсионных операций евро/японская иена.

Основными участниками валютного рынка являются:

1. *Центральные банки.* В их функцию входит управление государственными валютными резервами и обеспечение стабильности обменного курса. Для реализации этих задач могут проводиться прямые валютные интервенции, а также осуществляться косвенное влияние — через регулирование уровня ставки рефинансирования, нормативы резервирования и т.п.

2. *Коммерческие банки.* Они проводят основной объем валютных операций. В банках держат счета другие участники рынка и осуществляют через них необходимые для своих целей конверсионные и депозитно-кредитные операции. В банках концентрируются совокупные потребности товарных и фондовых рынков в обмене валют, а также в привлечении/размещении средств. Помимо удовлетворения заявок клиентов, банки могут проводить операции и самостоятельно за счет собственных средств. В итоге международный валютнообменный рынок (*Forex*) представляет собой рынок межбанковских сделок. Наибольшее влияние оказывают крупные международные банки, ежедневный объем операций которых достигает миллиардов долларов. Объем одного межбанковского контракта с реальной поставкой валюты на второй рабочий день (рынок спот) обычно составляет около 5 млн долл. США или их эквивалент. Стоимость одного конвертационного платежа составляет от 60 до 300 долл. Кроме того, приходится нести затраты до 6 тыс. долл. в месяц на межбанковский информационно-торговый терминал. Из-за этих условий на *Forex* не проводят конвертаций небольших сумм. Для этого дешевле обратиться к финансовым посредникам (банку или валютному брокеру), которые проведут конвертацию за определенный процент от суммы сделки. При большом количестве клиентов и разнонаправленных заявках регулярно возникает ситуация внутреннего клиринга, когда посреднику не требуется обращаться к стороннему контрагенту (не нужно проводить реальную конвертацию через *Forex*). Но свои комиссионные посредники получают от клиентов всегда. Именно из-за того, что на *Forex* попадают не все клиентские заявки, посредники могут предложить клиентам комиссионные, которые существенно ниже стоимости прямых операций на *Forex*. В то же время, если устранить посредников, стоимость конвертации для конечного клиента неизбежно возрастет.

3. *Фирмы, осуществляющие внешнеторговые операции.* Суммарные заявки от импортеров формируют устойчивый спрос на иностранную валюту, а от экспортеров — ее предложение, в том числе в форме валютных депозитов (временно свободных остатков на валютных счетах). Как правило, фирмы прямого доступа на валютный рынок не имеют и проводят конверсионные и депозитные операции через коммерческие банки.

4. *Международные инвестиционные компании, пенсионные и хеджевые фонды, страховые компании.* Их основная задача — диверсифицированное управление портфелем активов, что достигается размещением средств в ценные бумаги правительств и корпораций различных стран. На дилерском сленге их называют просто фондами (*funds*). К данному виду можно отнести также крупные транснациональные корпорации, осуществляющие иностранные производственные инвестиции: создание филиалов, совместных предприятий и т.д.

5. *Валютные биржи.* В ряде стран функционируют национальные валютные биржи, в функции которых входит осуществление обмена валют для юридических лиц и формирование рыночного валютного курса. Государство обычно активно регулирует уровень обменного курса, пользуясь компактностью местного биржевого рынка.

6. *Валютные брокеры.* В их функцию входит сведение покупателя и продавца иностранной валюты и осуществление между ними конверсионной или ссудно-депозитной операции. За свое посредничество брокерские фирмы взимают брокерскую комиссию в виде процента от суммы сделки. Но сумма этой комиссии зачастую меньше, чем разница между ссудным процентом банка и ставкой по банковскому депозиту. Банки также могут выполнять эту функцию. В этом случае они не выдают кредит и не несут соответствующие риски.

7. *Частные лица.* Граждане проводят широкий спектр операций, каждая из которых невелика, но в сумме могут формировать существенный дополнительный спрос или предложение: оплата зарубежного туризма; денежные переводы заработной платы, пенсий, гонораров; покупки/продажи наличной валюты как средства сбережения; спекулятивные валютные операции.

Наиболее представительным сегментом валютного рынка является рынок *Forex*. Название валютного рынка *Forex* произошло от сокращения английской фразы *FOReign EXchange*, что переводится как «обмен валюты». И действительно, основная задача рынка *Forex* — обмен свободно конвертируемой валюты между участниками системы.

Рынок *Forex* возник 8 января 1986 г., когда на заседании министров стран — членов МВФ был принят ряд поправок к уставу МВФ. Проходила эта знаменательная встреча в Кингстоне, Ямайка. Новая система отменила послевоенную Бреттон-Вудскую систему и ввела свободно плавающие курсы валют как единственный способ их обмена. Фактически была отменена привязка курса валюты к золотому эквиваленту. Именно это событие и породило термин «свободно конвертируемая валюта». Переход на плавающий курс привел к трем важным результатам:

- импортеры, экспортеры и обслуживающие их банковские структуры были вынуждены стать регулярными участниками валютного рынка, поскольку изменения курсов валют могут сказаться на финансовых результатах их работы как с положительной, так и с отрицательной стороны;
- центральные банки обрели возможность оказывать воздействие на курсы национальных валют, тем самым влияя на экономическую ситуацию в стране;
- курсы наиболее ликвидных национальных валют формируются на основе поиска рынком точки равновесия между текущим спросом и имеющимся предложением, а каждое изменение спроса

и предложения на рынке вызывает смещение курса в ту или иную сторону. Рынок относится к высококонкурентным финансовым структурам.

Участниками рынка *Forex* являются центральные банки, крупные коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании и транснациональные корпорации. Объем одного контракта с реальной поставкой обычно составляет 5 млн долл. США или их эквивалент. В настоящее время ежедневный объем торгов составляет порядка нескольких триллионов долларов, что обеспечивает его огромную ликвидность. Рынок *Forex* привлекателен прежде всего как инструмент для получения прибыли, что связано с его особенностями.

Выход на рынок *Forex* напрямую для мелкого частного инвестора практически невозможен и экономически нецелесообразен. Частные трейдеры получают доступ на *Forex* через посредников — брокерские компании и дилинговые центры.

Торговля «только на свои» возможна при наличии достаточно крупного депозита. Разные компании предоставляют доступ к торгам на разных условиях, но в среднем минимальный размер плеча при депозите 1000 долл. — 1:5.

Особенности рынка обуславливают его преимущества и недостатки (табл. 2).

Таблица 2

Преимущества и недостатки рынка *Forex*

<i>Недостатки</i>	<i>Преимущества</i>
Высокий порог входа для торговли «на свои»	Высокая ликвидность рынка
В отличие от фондового рынка — отсутствие законодательного регулирования, как следствие этого — низкая защищенность инвесторов	Торговля круглосуточно в рабочие дни Отсутствие гэпов
Сложность прогнозирования трендов рынка, а следовательно, необходимость высокой квалификации инвестора	Меньшая подверженность искусственному влиянию крупных спекулянтов

Следует отметить, что стратегии, использующие технический анализ, на *Forex* работают так же, как и на других финансовых рынках.

**КРУПНЕЙШИЕ МИРОВЫЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ
И БИРЖИ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Фондовая биржа — это место, где организуется торговля ценными бумагами, ведется учет сделок с ними и контролируется выполнение обязательств продавца и покупателя. Наиболее крупными фондовыми биржами в Российской Федерации являются Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Московская фондовая биржа, Санкт-Петербургская фондовая биржа, Санкт-Петербургская валютная биржа, Екатеринбургская фондовая биржа.

Московская фондовая биржа

В начале 1997 г. в Москве прошло собрание учредителей по созданию Московской фондовой биржи (МФБ). Ими стали более 200 организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг, в том числе Московская международная и Московская центральная фондовые биржи. Московская фондовая биржа была создана как некоммерческое партнерство. В настоящее время по своей концепции развития, принятой при учреждении, это наиболее современная биржа.

Инициатором образования МФБ было правительство Москвы, которое пыталось запустить торги московскими муниципальными ценными бумагами; значительно увеличить ликвидность и объем торгов, а также снизить «цену заимствований» путем комплексного развития инфраструктуры вторичного фондового рынка; сформировать ведущую национальную систему торговли корпоративными ценными бумагами.

Для реализации основных задач биржи необходимо создать следующие условия:

- обеспечить юридическую достоверность и надежность заключения сделок, что должно предполагать систему юридических гарантий, наличие лицензий у сторон при заключении сделок;
- обеспечить при заключении сделок финансовые гарантии, используя для этого такие механизмы, как гарантийный взнос при заключении сделок или комплексная система лимитирования;
- обеспечить формирование организационных механизмов, необходимых для выполнения гарантий, в частности определенные методы учета интересов участников торгов, наличие института клиринговых членов — гарантов рынка;
- создать систему управления ликвидностью, в рамках которой объединить маркетмейкеров и специалистов, разработать нормативно-правовые документы, регламентирующие управление ликвидностью.

Основными особенностями МФБ в процессе ее создания были:

- тесная интеграция с государственными органами муниципального и федерального уровня, регулирующими фондовый рынок;
- защищенность от сильного конкурентного давления в связи с «особым» статусом на рынке;
- обеспеченность финансами из муниципального бюджета;
- компетентный менеджмент, обусловленный возможностью привлечения квалифицированных специалистов в этой области.

МФБ выполняет только функции организатора торгов — такова ее инфраструктура. Клиринговые и депозитарные функции переданы сторонним организациям (клиринговой организации и депозитарию, внешним по отношению к фондовой бирже). Ценовой стабилизацией и поддержанием ликвидности торгуемых в системе финансовых инструментов занимаются маркетмейкеры. Изначально в инфраструктуре биржевого фондового рынка заложена перспектива дальнейшего совершенствования технологии его функционирования путем развития программно-аппаратного обеспечения.

Биржевая торговля организована с помощью системы коммуникаций, которая объединяет следующие элементы:

- систему сверки, позволяющую фиксировать факт заключения сделки и определение взаимных обязательств;
- систему управления ликвидностью — инструмент взаимодействия с маркетмейкерами и контроля за правильностью их действий;
- систему гарантий по исполнению обязательств на рынке, позволяющую контролировать способность инвесторов и профессиональных участников рынка ценных бумаг отвечать по своим обязательствам;
- систему централизованного управления рисками, предоставляющую возможность ответственным лицам биржи контролировать ход торгов и принимать экстренные меры при нештатном развитии ситуации.

Состав участников МФБ структурирован. Это клиринговые члены, агенты эмитента, маркетмейкеры, специальные участники, дилеры, трейдеры, клиенты.

Клиринговые члены обязаны принимать на себя риски по исполнению сделок, имеют право вести счета участников торгов и управлять рисками, лимитируя на определенном уровне параметры заключенных сделок, принимать участие в торгах.

Агенты эмитента (иногда их называют *специалистами*) должны обеспечивать предельные гарантированные ценовые коридоры движения котировок. Только они имеют право приоритета заявки по объему и получают заявки раньше других участников торгов.

Специалисты являются чрезвычайно активными участниками биржевой фондовой торговли. Так, на Нью-Йоркской фондовой

бирже объем выполненных ими сделок составляет 40–60% среднего объема сделок за день. Для маржевых клиентских счетов специалистов целесообразна организация механизмов продажи без покрытия, что позволяет значительно повысить привлекательность торгов для данной категории участников.

Маркетмейкеры обязаны котировать ценные бумаги с установленным спредом, обеспечивая определенный объем спроса и предложения. При этом они имеют право посылать в торговую систему все типы заявок, получать заявки от специалистов, а также обслуживать трейдеров и клиентов.

Специальные участники имеют право многократно совершать в течение торгового дня операции по покупке и продаже акций в пределах установленных динамических лимитов.

Дилеры обязаны за время работы рынка заключать установленное число сделок, имея право посылать в торговую систему заявки типа «немедленно или отклонить» или «по рынку», а также совершать сделки как за свой счет, так и за счет своих клиентов.

Трейдеры имеют те же обязанности, что и дилеры, но без права вести клиентские счета. Трейдеры одного дня имеют право совершать многократные операции по купле-продаже одних и тех же акций. Платой за эту возможность являются повышенные маржевые требования к такому типу участников. Трейдеры одного дня имеют возможность посылать заявки специфического типа — «саморастущие падающие заявки», которые одновременно являются и механизмом ограничения динамики спекулятивных тенденций. Так, на Нью-Йоркской фондовой бирже объем сделок трейдеров одного дня составляет 5–10% ежедневного объема торгов.

Клиенты обязаны зарегистрироваться у участников торгов. При этом они, не участвуя в торгах, имеют право на исполнение сделки независимо от состояния посредника, а также на получение общедоступной информации и сведений о состоянии собственного счета.

В целом, рассматривая организацию биржевой торговли, необходимо учитывать, что ликвидность рынка — функция многих переменных и, по сути, не является самоорганизующимся процессом. Привлекательные параметры ликвидности обеспечиваются «естественными» и «искусственными» методами, а чаще всего их сочетанием. Чтобы сделать рынок привлекательным, особенно на первом этапе, необходимо ввести в технологию торгов хотя бы некоторые из известных элементов управления ликвидностью, в частности разнообразить интересы участников торгов, расширить права и обязанности. Например, специалисты (агенты эмитентов) обладают приоритетом просмотра очереди среди активных участников торгов, как правило, специализируются на одном или нескольких видах акций, в своей деятельности выражают интересы эмитента в отношении плавности

изменения котировок и имеют в своем распоряжении комплекс элементов, позволяющих реализовывать их обязательства перед эмитентом. Главная задача специалистов состоит в противостоянии и сглаживании попыток краткосрочных спекулятивных тенденций.

Московская межбанковская валютная биржа

Важнейшей биржей в России является Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ). Основным сектором торговли на ММВБ являются первичный и вторичный рынки государственных ценных бумаг. Эта биржа не только лидер, но и монополист по торговле данными бумагами. Интересна история становления такой торговли в России. Первоначально в 1992 г. предполагалось выпустить новый финансовый инструмент в виде долговых обязательств ЦБ РФ, поскольку правительство было не готово взять на себя функции эмитента. В августе ЦБ РФ даже принял решение выпустить собственные демонстрационные краткосрочные ценные бумаги на 3 млрд руб. с перспективой их замены на правительственные бумаги. Но осенью Минфин принял решение непосредственно участвовать в проекте, и ЦБ отказался от первоначальной идеи. К концу 1992 г. были подготовлены инфраструктура и нормативная база обращения российских государственных краткосрочных обязательств, которые сначала называли государственными краткосрочными бескупонными именными облигациями (ГКБИО), однако позднее потерялась буква И, затем — Б и осталось ГКО. Другой вид бумаг хотели назвать облигациями республиканского займа, но из-за неблагозвучности аббревиатуры сменили на облигации федерального займа (ОФЗ).

Старт организованному рынку государственных ценных бумаг был дан 18 мая 1993 г., когда на ММВБ состоялся первый аукцион по размещению ГКО, а через несколько дней прошли первые вторичные торги.

Начиная с 1997 г., когда биржа в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» получила лицензию № 1 на организацию торгов ценными бумагами до 2007 г., деятельность ММВБ активизируется. С 25 марта 1997 г. на ММВБ котируются акции 20 ведущих российских эмитентов. Это обыкновенные акции РАО «ЕЭС России», РАО «Норильский никель», АО «Мосэнерго», АО «Ростелеком», НК «ЛУКОЙЛ» и др.

Таким образом, данная биржа превратилась в крупнейшую универсальную российскую биржу.

Высший орган управления биржей — биржевой совет ММВБ, который возглавляет заместитель председателя Банка России. В состав биржевого совета входит 23 члена — представители основных акционеров ММВБ. Совет организует работу трех секций: валютного, фондового и срочного рынков, а также избирает состав комиссий по

бюджету и строительству (ее возглавляет председатель биржевого совета) и по наблюдению за практикой биржевой деятельности.

Акционеры и участники биржи не имеют права непосредственно заниматься организацией торгов на всех биржах мира, создавать так называемые нулевые конторы, учредителями которых являються представители руководящих органов биржи, использовать свое административное положение для обеспечения залога, передавать инсайдерскую информацию «дружественным» брокерским конторам. Собственно организация и проведение торгов на ММВБ входят в обязанности дирекции во главе с генеральным директором. За бесперебойность работы отвечают 12 биржевых управлений. Самыми важными, обеспечивающими функционирование всей инфраструктуры, являются управления валютного рынка, фондовых операций, срочных операций и депозитарного обслуживания.

Торговля валютой в системе ММВБ ведется лотами (по 100 тыс. долл., 10 тыс. евро и т.д.). Участники рынка в течение всего операционного дня выставляют лимитированные заявки непосредственно с удаленных рабочих мест и из дилерских центров. Как и при торговле ГКО, они производят расчеты с биржей, а не непосредственно друг с другом. Всего в торговле валютой на ММВБ участвуют 200 коммерческих банков и Банк России.

К середине 1998 г. на ММВБ сложился самый крупный фондовый рынок. По итогам 2009 г. его обороты составили более 85% валового оборота на бирже. Общее число зарегистрированных членов фондовой секции ММВБ к середине 2009 г. превысило 300 финансовых институтов.

Объем торговли корпоративными бумагами на бирже гораздо меньше, чем государственными облигациями. Требования к компаниям, акциями которых торгуют на ММВБ, весьма высоки. Эмитенту необходимо проработать на рынке не менее трех лет, иметь собственный капитал не менее 40 млн в рублевом эквиваленте, выпустить не менее 100 тыс. акций или облигаций на сумму не менее 3 млн долл.

Торговля акциями ведется с помощью того же механизма, что и торговля ОФЗ. Брокеры называют его «аукцион встречных заявок», при пересечении условий которых и заключается сделка. На рынке введен институт маркетмейкеров, которые обязаны поддерживать двусторонние котировки. Они же пользуются преимущественным правом формирования книги заявок — все остальные участники могут заключать сделки только по их котировкам.

Торговый день на фондовой секции состоит из четырех периодов: предторгового периода (10.45–11.00); утренней торговой сессии (11.00–13.00); вечерней сессии (16.45–18.00) и послеторгового (18.00–18.15). В предторговый период определяется цена открытия путем составления агрегированного объема заявок на покупку и продажу,

принятых за ограниченное время. А в послеторговый период участники торгов могут продолжать покупать или продавать ценные бумаги по цене закрытия. Деление сессий на утреннюю и вечернюю во многом вызвано разницей во времени между крупнейшими торговыми площадками мира — Европы и Америки, для того чтобы иметь возможность принять заявки от нерезидентов в течение данного торгового дня.

Во время торговых сессий члены секций могут выходить также и во внебиржевую Российскую торговую систему (РТС). Связь фондовой секции ММВБ с внебиржевым рынком, по мнению членов биржи, обеспечивает высокую ликвидность и стабильность биржевого рынка. Впрочем, членов фондовой секции ММВБ, торгующих акциями российских компаний, значительно меньше, чем членов РТС. Сказывается дороговизна членского места (10 тыс. долл.) и высокие комиссионные по торгам. К тому же член фондовой секции ММВБ обязан иметь лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг более года, собственные средства не менее 0,2 млн ЭКЮ (банки — 3 млн ЭКЮ), безубыточный баланс и представить при вступлении рекомендацию двух членов секции, один из которых является акционером биржи.

Фьючерсная деятельность — одно из самых динамичных направлений работы ММВБ в последние годы. На этой секции срочного рынка обращаются фьючерсы на самые популярные в России финансовые инструменты — доллар США, ОФЗ-ПД, акции Газпрома и НК «ЛУКОЙЛ», а также фондовый индекс ММВБ. Все фьючерсные сделки заключаются без поставки базового актива. Надежность их обеспечивает используемая для совершения сделки электронная «Система торговли, клиринга и расчетов по фьючерсам и опционам» (СИФО) — часть торгово-депозитарного комплекса ММВБ, создающего условия для работы фондового рынка. Таким образом, сделки заключаются только на реально существующие активы. Обороты фьючерсного рынка на ММВБ особенно возросли после допуска на него нерезидентов. Первая сделка с долларом на срок была заключена иностранцем 14 апреля 1998 г.

Как на фондовом и валютном рынках, участники торгов могут проводить операции с удаленных терминалов, т.е. непосредственно из офисов. Чтобы стать членом фьючерсной секции, необходимо уплатить вступительный взнос от 10 тыс. долл. (индивидуальный торговый член) до 25 тыс. долл. (общий клиринговый член). Предполагается, что столь высокие вступительные взносы доступны только надежным и платежеспособным клиентам.

30 июня 1998 г. в секции срочного рынка ММВБ открылись торги фьючерсами на доллар США с фиксированными минимальной и максимальной ценами, которые являются аналогами цен и пут-опционов соответственно. Вновь вводимые инструменты существенно

расширяют спектр стратегий, доступных участникам срочного рынка. Одной из них является возможность торговли синтетическими фьючерсами, под которыми понимается комбинация покупки фьючерса по фиксированной минимальной цене и продажи его по фиксированной максимальной цене с одинаковыми датами исполнения и одинаковыми фиксированными ценами, аналогичными страйк-ценам опционов. Покупка синтетического фьючерса эквивалентна покупке обычного фьючерса на доллар, а его продажа — продаже обычного фьючерса.

Нью-Йоркская фондовая биржа

В настоящее время крупнейшей фондовой биржей США и одновременно мира является Нью-Йоркская фондовая биржа (*New York Stock Exchange — NYSE*), которая ведет свою историю с 1792 г., когда 24 коммерсанта подписали первое брокерское соглашение, впоследствии названное «соглашением под платаном». Его текст был коротким, цели — безошибочными: «Мы, нижеподписавшиеся, брокеры по покупке и продаже публичных ценных бумаг, настоящим торжественно обещаем и обязуемся друг перед другом, что мы не будем покупать или продавать с этого дня любому лицу какие бы то ни было виды публичных ценных бумаг без взимания комиссии в размере не менее одной четверти процента стоимости звонкой монетой, и что мы будем отдавать предпочтение друг другу в наших переговорах. В доказательство этого мы подписали этот документ 17 числа месяца мая 1792 г. в Нью-Йорке».

Рассмотрим подробно структуру *NYSE*, чтобы на ее примере иметь представление об основах образования и развития биржевых торговых площадок США. Сначала эта организация носила имя Нью-Йоркской Палаты по торговле акциями. В 1863 г. она получила свое современное название. В течение многих лет *NYSE* представляла собой «добровольную ассоциацию», а не корпорацию или товарищество. В 1972 г. она была реорганизована в некоммерческую корпорацию штата Нью-Йорк, которая с 1953 г. неизменно имеет 1366 членов.

Работа биржи и деятельность ее членов регламентируются уставом, внутренними правилами и инструкциями. Управляет биржей Совет директоров, состоящий из 27 человек. Из них 24 выбираются из числа действительных членов биржи на двухгодичный срок, а трое входят в него в силу занимаемой должности. Это председатель, исполнительный вице-председатель и президент. Председатель избирается членами Совета, не может быть членом биржи или заниматься брокерскими или дилерскими операциями. Он назначает президента и других должностных лиц биржи.

Избранные членами биржи 24 директора делятся на две категории: директора из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами,

и общественные директора, которые не занимаются брокерскими или дилерскими операциями с ценными бумагами. В число директоров из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, должны входить семь представителей фирм, которые обслуживают широкие круги инвесторов, три специалиста и один брокер из операционного зала биржи. Еще один директор должен представлять фирму, не имеющую филиалов по всей стране, «специализированную» компанию, например занимающуюся арбитражем, или небольшую высокоспециализированную брокерскую фирму, проводящую исследования. Кроме того, половина из этих директоров представляют публичные фирмы и должны быть связаны с фирмами, находящимися вне Нью-Йорка. Подобная структура директоров призвана служить гарантией обеспечения самых широких интересов при формировании политики биржи.

Членами биржи могут быть физические лица, но если член биржи является совладельцем фирмы, вся фирма также считается членом биржи.

Для индивидуальных членов биржи необходимо:

- покупка права на членство;
- прохождение проверки финансового состояния претендента;
- хорошая деловая репутация претендента, отсутствие у него в прошлом конфликтов с законом;
- положительные результаты квалификационного тестирования;
- наличие у претендента капитала свыше 5 тыс. долл. в зависимости от типа предполагаемого бизнеса;
- согласие подчиняться правилам Нью-Йоркской фондовой биржи, стремление содействовать расследованиям администрации и т.д. Для организаций (фирм) — членов биржи необходимо:
- наличие среди руководства фирмы по крайней мере одного индивидуального члена Нью-Йоркской фондовой биржи;
- наличие у организации капитала от 50 тыс. до 250 тыс. долл. (в некоторых случаях — до 1 млн) в зависимости от типа бизнеса;
- регистрация Комиссией по ценным бумагам в качестве брокера/дилера;
- положительные результаты квалификационного тестирования;
- согласие подчиняться правилам Нью-Йоркской фондовой биржи, представлять отчетность и т.д.

Чтобы стать членом биржи, необходимо купить место на бирже (*seat*), сравнимое с членской карточкой у нынешнего ее владельца. При этом лицо, претендующее на членство в бирже, должно сдать письменный экзамен, иметь рекомендации двух действительных членов биржи и получить согласие биржи. Кроме того, согласно уставу биржи ее член должен соответствовать возрасту «совершеннолетия, необходимого для несения ответственности по контрактам в сфере любого бизнеса, которым он занимается» (устав *NYSE*, п. 1402).

Несмотря на отсутствие ограничений на членство женщин, первая женщина была принята в члены биржи лишь в декабре 1967 г. Нью-Йоркская фондовая биржа владеет также небольшим числом «частичных» мест, которые занимают члены, имеющие физический или электронный доступ к информации. Первых членов девять; число вторых не ограничено. Члены, имеющие физический доступ, как и действительные члены, могут осуществлять торговлю в операционном зале всеми видами ценных бумаг, однако не могут выполнять функции специалистов. Члены, обладающие электронным доступом, имеют право работать в операционном зале биржи через прямую телефонную линию или через *SuperDOT* (как альтернативный вариант). Члены обеих категорий платят вступительный взнос и ежегодный для сохранения своего статуса.

Нью-Йоркская фондовая биржа решает следующие задачи:

- готовит помещения для соответствующих деловых операций;
- обеспечивает условия работы членам, сочленам и организациям — членам биржи;
- поддерживает высокий уровень коммерческой чести среди членов и организаций-членов;
- развивает и внедряет справедливые торговые принципы;
- выполняет функции торговой палаты;
- выполняет функции биржи.

В целом Нью-Йоркская фондовая биржа представляет собой рыночный инструмент аккумуляции временно свободных денежных средств. Она вовлекает в сферу своей деятельности более 51 млн частных инвесторов, 10 тыс. корпоративных инвесторов, 2675 компаний, ценные бумаги которых представлены в листинге биржи, 491 члена биржи, более 1400 сотрудников, треть которых выполняют функции надзора и контроля.

Основными тенденциями и направлениями развития Нью-Йоркской фондовой биржи являются:

- глобализация деятельности биржи в смысле расширения фондового пространства за счет создания мультивалютной торговой среды;
- увеличение числа нерезидентов в своем листинге приблизительно в 2,5 раза.

Чтобы зарегистрировать свои акции на *NYSE*, компания должна послать запрос на биржу. Если он принят, то компания посылает формальный запрос, на который дается положительный ответ. Как правило, формальный запрос принимается, если был принят неформальный. Основными критериями, которыми руководствуется Совет директоров *NYSE* при принятии решения о допуске акций компании к котировке, являются:

- степень национального интереса к данной компании;

- место компании в отрасли и ее стабильность;
- принадлежность компании к расширяющейся отрасли и перспективы, которые позволили бы ей сохранить свои позиции.

На бирже торговля осуществляется ценными бумагами тех компаний, которые удовлетворяют котировочным требованиям. Компании, чьи акции прошли процедуру регистрации (листинга), должны ежегодно платить пошлину и периодически предоставлять определенную информацию инвесторам. Если интерес к зарегистрированной ценной бумаге неуклонно падает, то Совет директоров биржи принимает решение о делистинге ценной бумаги (*delisted*), т.е. об изъятии ее из оборота на *NYSE*. Это происходит в том случае, если зарегистрированная на бирже компания покупается или сливается с другой компанией. На бирже также допускается временная приостановка торговли (*trading halt*) какой-либо ценной бумагой. Как правило, такая мера предпринимается, когда по поводу акций компании возникает ажиотаж, вызванный слухами или другой недавно появившейся информацией (например, слух о попытке поглощения компании или сообщение о неожиданно низких квартальных доходах). Возобновление торговли может быть отложено по аналогичным причинам или в случае, если с момента предыдущего закрытия биржи имеется большая несбалансированность количества поручений на покупку и продажу.

В настоящее время на бирже зарегистрировано свыше 2200 эмиссий акций более 1700 компаний. Ежедневно совершаются сделки с акциями свыше 85% всех эмиссий и еженедельно — свыше 95%. *NYSE* специализируется на создании рынка для известных в масштабах всей страны компаний, которые опираются на значительные активы и прибыли; их акции проверены еще до регистрации на бирже. Тем самым биржа создает устойчивый рынок и способствует определению справедливой цены.

Биржевые брокеры — трейдеры (*floor traders*) осуществляют операции только за свой счет. Согласно правилам биржи им запрещено выполнять распоряжения клиентов. Свою прибыль они получают, используя несбалансированность на рынке, которая приводит к временному понижению или повышению курсов бумаг. Иногда трейдеров называют конкурентными торговцами. Их число — около 4% торгующих на бирже. Около 3% членов биржи не ведут активной деятельности.

Биржевые торги ведутся в операционном зале. Размеры операционного зала Нью-Йоркской фондовой биржи примерно равны размерам футбольного поля. А начинала биржа с комнаты, которую арендовала за 200 долл. в год. Сейчас биржевой зал разделен на 18 торговых зон, а по периметру располагается аппаратура телефонно-телеграфной связи, по которой передается информация о покупке и продаже акций

из брокерских фирм в операционный зал и обратно. В каждой торговой зоне ведутся операции с определенными видами акций, облигациями, а менее популярными акциями торгуют в пристройке.

Чтобы получить разрешение на выпуск в обращение, все ценные бумаги (за исключением выпускаемых федеральным правительством, местными органами власти, корпорациями с участием государства) должны пройти регистрацию в Комиссии по контролю над операциями с ценными бумагами (*SEC — Securities and Exchange Commission*). В комиссию предоставляются сведения об отраслевой принадлежности, организационной структуре и финансовом положении компании, о наличии предыдущих выпусков ценных бумаг, об условиях данного выпуска и выпусков трех предшествующих лет, о размерах пакетов акций, принадлежащих членам Совета директоров, менеджерам, крупным акционерам.

Очень важным понятием является ликвидность работы биржи, под которой понимается:

- большое количество сделок с ценными бумагами, совершаемых на бирже;
- небольшое различие между ценой покупки и продажи данной ценной бумаги;
- «прокручивание» для получения ощутимых прибылей больших денежных средств, что под силу лишь незначительному количеству фирм;
- невозможность вследствие всех приведенных причин спекулятивных сделок на бирже.

Доходы и расходы *NYSE* ориентированы на соответствующие количественные параметры. Так, доходы биржи состоят:

- из вступительных взносов новых членов. В случае покупки новым членом своего членства на аукционе он уплачивает бирже 10% от покупной цены, но не более 7500 долл.;
- членских взносов. Постоянный член или арендатор ежегодно платит не более 1500 долл., за исключением штрафов и других вычетов, налагаемых по уставу, и взносов в безвозмездный фонд;
- сборов за сделки в операционном зале. Общая сумма взимаемого сбора определяется общим числом и стоимостью акций, варрантов, облигаций и комиссионных сборов от сделок, совершенных в операционном зале, и не может превышать 2% чистого комиссионного сбора члена или организации-члена в месяц. Со случайных (мелких) сделок сбор уплачивается в размере, не превышающем 0,25% стоимости одной акции. Порядок и время уплаты сбора определяются Правлением;
- сборов за услуги и оборудование. Правление может определять и взимать сборы или взносы за использование оборудования, предоставляемые услуги и привилегии;

- других сборов. Помимо взносов и сборов, устанавливаемых Правлением, оно может взимать с членов другие взносы, устанавливаемые уставом. В любом случае размер взноса зависит от числа или стоимости акций, или суммы комиссионных сборов, или сделки по ценным бумагам независимо от того, на каком именно рынке она была проведена.

Нью-Йоркская фондовая биржа выступает сильнейшим генератором новостей и занимается серьезной издательской деятельностью, спонсирует научные исследования и учебные проекты. В этом плане она активно сотрудничает с системой Интернет. Веб-страница Нью-Йоркской фондовой биржи, построенная как образовательный инструмент для инвесторов, студентов и преподавателей в бизнес-обучении, связана с самыми разными источниками информации во всем мире. Нью-Йоркская фондовая биржа одновременно является туристическим центром и достопримечательностью как города, так и страны, своего рода финансовым символом США. Этот интерес используется Нью-Йоркской фондовой биржей для получения дополнительной прибыли.

Российские компании также представлены на этой бирже. Информация февраля 2010 г. фиксирует следующий их перечень (табл. 3).

Таблица 3

**Перечень российских компаний, допущенных к торгам
на Нью-Йоркской фондовой бирже**

<i>Название</i>	<i>Symbol</i>	<i>Listing</i>	<i>Last Trade</i>	<i>Date/Time</i>
<i>Mechel OAO</i>	<i>MTL</i>	<i>NYSE</i>	19,72	07Feb10 00:00 ET
<i>Mobile TeleSystems</i>	<i>MBT</i>	<i>NYSE</i>	44,59	07Feb10 00:00 ET
<i>Vimpel Communications</i>	<i>VIP</i>	<i>NYSE</i>	17,20	07Feb10 00:00 ET
<i>Wimm-Bill-Dann Foods OJSC</i>	<i>WBD</i>	<i>NYSE</i>	20,83	07Feb10 00:00 ET

Лондонская фондовая биржа

Лондонская фондовая биржа (ЛФБ) была создана в 1773 г. В 1802 г. были приняты правила, разрешавшие торговлю на бирже только ее членам (которых вначале было 550). До 1986 г. правила и регламент биржи в основном оставались практически неизменными. В течение многих лет биржевой бизнес с британскими ценными бумагами скорее напоминал деловой клуб, чем организованную систему, подобную NYSE. Почти весь бизнес происходил на квадратной миле в лондонском Сити, а контрактная природа устного общения была священной, на что указывал девиз биржи: «Мое слово — моя гарантия». При почти полном отсутствии непосвященных лиц не было необходимости в улучшении техники, тактики и увеличении капитала для конкуренции с мировыми рынками. Это привело к тому, что собственный капитал

даже крупнейших британских брокерских фирм оказался мизерным, когда они столкнулись с ресурсами таких международных гигантов, как *Merrill Lynch*, *Deutsche Bank*, *Nomura* или *Banque Paribas*.

Сегодня по объему торговли ЛФБ уступает Нью-Йоркской и Токийской фондовым биржам, а также системе автоматизированных котировок (*NASDAQ*). Стремясь оживить свой имидж, эта биржа в конце 1980-х гг. стала называться Международной фондовой биржей. Эту перемену проигнорировали практически все, за исключением авторов рекламных буклетов; тем не менее ЛФБ действительно стала самой интернациональной в мире бирж.

Начатые 27 октября 1986 г. реформы кардинально изменили фондовый рынок Великобритании. Документы, регламентировавшие эти преобразования, обычно называют «Биг Бен». Реформы в значительной мере коснулись и структуры Лондонской фондовой биржи, причем эти изменения начались до принятия соответствующих нормативных документов и продолжались после их объявления. В октябре 1986 г. имело место широкое дерегулирование рынка. С ноября 1986 г. ЛФБ, бывшая ранее ассоциацией, преобразовалась в частную компанию, акционерами которой стали ее члены — брокерско-дилерские фирмы (компании по ценным бумагам), получившие по одному голосу. При этом допускается полное владение членством иностранцами. В отличие от Нью-Йоркской фондовой биржи число членов на Лондонской не фиксировано и после реорганизации превысило 5 тыс. Это позволило рынку английских государственных золотообрезных ценных бумаг в еще большей степени стать открытым для любой фирмы, обладающей необходимым капиталом в соответствии с нормами, установленными Банком Англии.

Лондонская фондовая биржа является крупнейшей в мире для ряда компаний, акции которых котируются на бирже. В начале 1990-х гг. в ее курсовой бюллетень входили эмиссии 2559 компаний, из которых 2006 были британскими корпорациями. Сегодня на этой бирже продаются акции 553 иностранных компаний, что ставит ее на третье место в мире по числу котируемых иностранных эмиссий на бирже после Женевской и Франкфуртской фондовых бирж. В Англии, как и в США, фондовые биржи функционируют не только в столице, однако центральное место на фондовом рынке занимал Лондон, который в начале XIX в. стал считаться мировым финансовым центром. После Второй мировой войны началась постепенная интеграция английских фондовых бирж, в результате чего в 1973 г. они превратились в региональные подразделения ЛФБ.

Если закон «Биг Бен» произвел революционные изменения в организационной структуре Лондонской фондовой биржи, то Акт о финансовом обслуживании 1986 г. полностью изменил систему регулирования инвестиционного бизнеса Великобритании. Лондонская

фондовая биржа всегда отвечала за регулирование своего фондового рынка и работу фирм членов биржи. Но акт перевел это регулирование на качественно новый уровень. Среди прочего он разделил процедуру контроля за действиями на рынке ценных бумаг на два направления:

- наблюдение, регулирование и управление торговой площадкой;
- наблюдение за профессиональными участниками рынка ценных бумаг при их взаимодействии с клиентами в процессе выполнения ими своих профессиональных функций в области инвестиционного бизнеса.

Лондонская фондовая биржа регулирует операции на торговой площадке как признанная инвестиционная биржа. Она также компетентно представляет листинг Великобритании, определяет требования и регулирует процедуру листинга ценных бумаг компаний. Саморегулируемые организации в процессе регулирования фондового и фьючерсного рынков играют вспомогательную роль, что закреплено Актом 1986 г.

В 1991 г. исходный юридический акт, регулирующий работу Лондонской фондовой биржи, был заменен меморандумом. В результате органом управления биржей, которое осуществлялось ранее через правительственный консульский совет, стал Совет директоров, состоящий из сотрудников биржи, участников и пользователей.

В настоящее время ЛФБ прочно занимает третье место в мире по капитализации, т.е. по курсовой стоимости котируемых здесь акций, и по обороту. По сравнению с биржами других стран на ЛФБ производится самое большое количество операций с акциями иностранных эмитентов: свыше 40% ее оборота приходится на эти акции.

Хотя формально банки не являются членами биржи, они (в том числе и зарубежные) представлены на ЛФБ своими дочерними компаниям. Любопытно, что американские банки, которые до сих пор не могут создать у себя на родине брокерско-дилерские фирмы, в Лондоне не испытывают с этим никаких проблем.

Члены ЛФБ делятся на четыре группы.

1. Брокерско-дилерские фирмы (*broker-dealers*) — наиболее многочисленная группа. Основная их функция — исполнение поручений инвесторов на куплю-продажу ценных бумаг, хотя они совершают сделки и за собственный счет. Некоторые фирмы выступают только в одном качестве — брокера или дилера.

2. Маркетмейкеры — члены биржи, обязующиеся котировать определенные ценные бумаги в течение рабочего дня.

3. Брокеры дилеров (*inter dealer brokers*) — посредники между маркетмейкерами.

4. Денежные брокеры фондовой биржи (*stock exchange money brokers*) — члены биржи, имеющие право предоставлять займы денежные средства и ценные бумаги другим членам биржи.

Теоретически система функционирует круглые сутки; сделки же совершаются и в неофициальные часы.

Высокие стандарты и качество работы, которые обеспечивает Лондонская фондовая биржа при регулировании фондового рынка, стали основой деловой репутации и успеха фондового рынка Великобритании. Исторически ЛФБ представляла собой саморегулируемую организацию. Акт финансового обслуживания от 1986 г. передал ответственность за управление инвестициями саморегулируемым организациям, основанным Палатой по ценным бумагам и инвестициям, оставив бирже область регулирования и управления фондовым рынком. При этом биржа имела право функционировать в качестве торговой площадки как для первичного размещения вновь выпущенных ценных бумаг, так и для вторичного фондового рынка (последующие акты купли-продажи ценных бумаг). Как регулятор фондового рынка ЛФБ выпускает регламентирующие и нормативные документы, что, с одной стороны, гарантирует справедливость заключения сделок на фондовом рынке, а с другой — не ограничивает конкуренцию на фондовом рынке больше, чем того требует защита интересов инвесторов. Отметим, что биржа также ответственна за соблюдение этих регламентирующих и нормативных правил. Как организация, отвечающая за требования и нормы листинга, Лондонская фондовая биржа разрабатывает правила листинга для ценных бумаг на рынке при их эмиссии и обращении. Выполняя руководящую роль на фондовом рынке, ЛФБ также выполняет задачу и наблюдателя за его состоянием. Это позволяет выявить противозаконные действия, такие как, например, инсайдерские сделки и манипулирование рынком.

На ЛФБ функционирует компьютерная информационная система, снабжающая ведущие фирмы рынка ценных бумаг разнообразной информацией о фондовом рынке и результатах торговли на нем. Через систему продавцов информации эти данные становятся доступными всему миру.

В последнее время была введена в действие Информационная система лондонского рынка, ставшая источником первичной информации для профессиональных участников фондового рынка и информационных продавцов. Эта система дает возможность получать информацию о текущих ценах, торговле и компаниях, причем прямо от участников рынка и листинговых компаний.

Информация о состоянии фондового рынка на Лондонской фондовой бирже распространяется в глобальном масштабе рядом продавцов информации через информационные агентства. Работая с ними, биржа добивается формирования положительного образа Лондонской фондовой биржи у профессиональных участников и потенциальных клиентов фондовой биржи. Эти агентства снабжают аналитиков, маркетмейкеров и инвесторов необходимыми сведениями

об английских компаниях и экономической информацией, сообщают результаты биржевой торговли, коммерческую информацию и т.п.

Современные российские компании также являются участниками торгов на этой бирже. Представим перечень акций российских компаний, допущенных к торгам на Лондонской фондовой бирже (табл. 4).

Таблица 4

Российские компании на Лондонской фондовой бирже

<i>Компания</i>	<i>Вид ее деятельности</i>
<i>X5 Retail Group (LSE: FIVE)</i>	Российская компания, владелец торговых сетей «Пятерочка», «Перекресток», «Карусель» и «Патэрсон»
«Акрон»	Российская химическая компания
Буровая компания «Евразия» (<i>FDC, LSE: EDCI</i>)	Самая крупная в России независимая буровая компания
Группа компаний «Интегра» (<i>LSE: INTE</i>)	Российская нефтесервисная и машиностроительная компания
ОАО «КОМСТАР — Объединенные ТелеСистемы» (<i>Comstar — United Telesystems</i>) (<i>LSE: CMST, ММВБ: CMST, РТС: CMST</i>)	Российская телекоммуникационная компания
«Группа ЛСР» (ММВБ: <i>LSRG, LSE: LSRG</i>)	Российская группа компаний, один из лидеров рынка недвижимости (девелопмент) и строительства Санкт-Петербурга
ОАО «ЛУКОЙЛ»	Российская нефтяная компания
«Магнит»	Крупнейшая российская сеть продовольственных магазинов-дискаунтеров. Головная компания сети — Закрытое акционерное общество «Тандер»
ММК «Магнитка» (<i>LSE: ММК, ММВБ: MAGN, РТС: MAGN</i>)	Металлургический комбинат в Магнитогорске Челябинской области
«Новатэк» (РТС: <i>NVTK, LSE: NVTK</i>)	Российская газовая компания, второй по объемам добычи производитель природного газа в России
Новолипецкий металлургический комбинат (НЛМК, <i>LSE: NLMK, ММВБ: NLMK, РТС: NLMK</i>)	Российская металлургическая компания, в состав которой входит третий по величине металлургический комбинат в стране
«Новороссийский морской торговый порт» (НМТП) (<i>LSE: NCSP</i>)	Российская компания, крупнейший стивидор (портовый оператор) Новороссийского порта

Компания	Вид ее деятельности
Объединенные машиностроительные заводы (ОМЗ) (<i>I.S.E: OMZD</i>)	Российская машиностроительная компания
ОАО «Полиметалл»	Российская горнорудная компания
Группа компаний «Римера» (<i>I.S.E: INTE</i>)	Российская нефтесервисная и машиностроительная компания
«Роснефть» (<i>I.S.E: ROSN, MMBB: ROSN, PTC: ROSN</i>)	Российская нефтяная компания
Открытое акционерное общество «РусГидро» (ОАО «РусГидро») (<i>MMBB: HYDR, PTC: HYDR</i>)	Российская энергетическая компания, владеет большинством гидроэлектростанций страны, крупнейшая российская генерирующая компания по установленной мощности станций и вторая в мире по установленной мощности среди гидрогенерирующих компаний (после канадской <i>Hydro-Québec</i>)
«Северсталь»	Российская металлургическая компания, владеющая Череповецким металлургическим комбинатом, вторым по величине сталелитейным комбинатом России
АФК «Система» (Открытое акционерное общество «Акционерная финансовая корпорация «Система», ОАО АФК «Система»)	Российская финансово-промышленная группа
ОАО «Система-Галс» (<i>I.S.E: HALS, MMBB: HALS</i>)	Российская девелоперская компания
ОАО «Ситроникс» (<i>Sitronics</i>) (<i>I.S.E: SITR, PTC: SITRG</i>)	Российский концерн в сфере электроники, телекоммуникационных и информационных технологий
«Трубная металлургическая компания» (ТМК) (<i>I.S.E: TMKS, PTC: TRMK, PTC: TRMKG</i>)	Российская металлургическая компания, крупнейший российский производитель труб, входит в тройку лидеров мирового трубного бизнеса
«Уралкалий» (<i>PTC: URKA</i>)	Российская компания, крупнейший в России производитель калийных удобрений
ОАО «Фармстандарт»	Крупнейшая российская фармацевтическая компания (по данным за II квартал 2009 г.)
ОАО «Группа "Черкизово"» (<i>I.S.E: CHE</i>)	Российская продовольственная группа

АНКЕТЫ ВЫПУСКОВ ОВВЗ

Таблица 5

Сводная таблица анкет ОВВЗ

Данные выпуска	ОВВЗ-2011-7т (в обращении)	Россия-2030-1т (в обращении)	Россия-2028-7т (в обращении)	Россия-2018-9т (в обращении)	Россия-2010-10т (в обращении)
Эмитент	Минфин РФ	Минфин РФ	Минфин РФ	Минфин РФ	Минфин РФ
ОБЩИЕ СВЕДЕНИЯ					
Наименование	Облигации внутреннего государственного займа, процентные документы на предъявляемые, выпуск VII	Российская Федерация, государственные облигации внешнего займа РФ с погашением в 2030 г., документарные на предъявляемые, выпуск XI	Российская Федерация, государственные облигации внешнего займа РФ с погашением в 2028 г., документарные на предъявляемые, выпуск VII	Российская Федерация, государственные облигации внешнего займа РФ с погашением в 2018 г., документарные на предъявляемые, выпуск IX	Российская Федерация, государственные облигации внешнего облигационного займа РФ с погашением в 2010 г., документарные на предъявляемые, выпуск X
Состояние выпуска	В обращении	В обращении	В обращении	В обращении	В обращении
Страна выпуска	Люксембург	Люксембург	Люксембург	Люксембург	Люксембург
Данные госрегистрации	RU0001342198	№SK-0-СМ-128 Минфин	№МК-0-СМ-119 Минфин	№МК-0-СМ-126 Минфин	№SK-0-СМ-127 Минфин
ISIN-код	RU0001342198	XS0114288789	XS0088543193	XS0089375249	XS0114295560
Номинал, долл.	1000	1	1000	1000	1
Объем эмиссии, шт.	1 750 000	21 218 176 656	2 500 000	3 466 398	3 122 231 850

<i>Данные выпуска</i>	<i>ОВВЗ-2011-7т (в обращении)</i>	<i>Россия-2030-1т (в обращении)</i>	<i>Россия-2028-7т (в обращении)</i>	<i>Россия-2018-9т (в обращении)</i>	<i>Россия-2010-10т (в обращении)</i>
Объем эмиссии, долл.	1 750 000 000	21 218 176 656	2 500 000 000	3 466 398 000	3 122 231 850
Объем в обращении, шт.	1 750 000	21 218 176 656	2 500 000	3 466 398	3 122 231 850
Объем в обращении, долл.	1 750 000 000	20 369 449 590	2 500 000 000	3 466 398 000	628 036 959
Период обращения, дней	5478	10 957	10 958	7305	3652
РАЗМЕЩЕНИЕ					
Дата начала размещения	14.05.1996	31.03.2000	24.06.1998	24.07.1998	31.03.2000
Дата окончания размещения	14.05.1996	05.03.2004	24.06.1998	24.07.1998	05.03.2004
Дата регистрации отчета об итогах	14.05.1996	05.03.2004	24.06.1998	24.07.1998	05.03.2004
ПОГАШЕНИЕ		Амортизация			Амортизация
Дата начала погашения		31.03.2007			31.03.2006
Дата погашения	14.05.2011	31.03.2030	24.06.2028	24.07.2018	31.03.2010
Дней до погашения	566	7462	6817	3194	157
Дюрация по Мак-колею, дней		2137	3542	2186	159
КУПОН	Постоянный	Фиксированный	Постоянный	Постоянный	Постоянный

Окончание табл. 5

<i>Данные выпуска</i>	<i>ОВВЗ-2011-7м (в обращениях)</i>	<i>Россия-2030-11м (в обращениях)</i>	<i>Россия-2028-7м (в обращениях)</i>	<i>Россия-2018-9м (в обращениях)</i>	<i>Россия-2010-10м (в обращениях)</i>
Периодичность выплат в год, раз	1	2	2	2	2
Текущий купон (всего)	14 (15)	20 (60)	23 (60)	23 (40)	20 (20)
Дата выплаты купона	14.05.2010	31.03.2010	24.12.2009	24.01.2010	31.03.2010
Размер купона, % годовых	3	7,5	12,75	11	8,25
НКД, долл.	13,25	0,00	42,15	27,19	0,00
ИТОГИ ТОРГОВ И ДОХОДНОСТЬ					
Цена средневзвешенная чистая, % от номинала		101,489 (0,0000)	174,595 (-0,0060)	120,671 (-0,0050)	102,794 (0,0000)
Доходность к погашению эффект, % годовых		7,4567 (0,0000)	6,121 (0,0000)	7,8499 (0,0000)	4,9119 (0,0000)
РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА					
<i>Fitch</i>	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
<i>Standard & Poor's</i>	BB+	BB+	BB+	BB+	BB+
<i>Moodys</i>	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	Baa2

Примечания

1. Выпуск **Россия-2030-11г (в обращении)**: Закон РФ от 23 июня 2000 г. № 478 «Об урегулировании задолженности бывшего СССР перед иностранными коммерческими банками и финансовыми институтами, объединенными в Лондонский клуб кредиторов». В рамках обмена части обязательств Внешэкономбанка по долгу бывшего СССР перед Международным банком экономического сотрудничества (МБЭС) и Международным инвестиционным банком (МИБ) 5 марта 2004 г. были выпущены в обращение еврооблигации с погашением в 2030 г. на сумму 354,7 млн долл.

2. Выпуск **Россия-2028-7г (в обращении)**: внешний облигационный заем размещен в соответствии с постановлением Правительства РФ от 14 марта 1998 г. № 302 и «Положением о вопросах налогообложения, связанных с облигациями внешних облигационных займов РФ 1998 г.» (Минюст от 20 марта 1998 г. № 1496).

3. Выпуск **Россия-2018-9г (в обращении)**: внешний облигационный заем размещен в соответствии с постановлением Правительства РФ от 14 марта 1998 г. № 302 и совместно утвержденным Минфином России и Госналогслужбой России «Положением о вопросах налогообложения, связанных с облигациями внешних облигационных займов Российской Федерации 1998 г.» от 17 марта 1998 г. № 14н//АП-4-06/3н. Сред доходности на момент выпуска облигаций по сравнению с базовой казначейской облигацией США составил 940 базисных пунктов.

4. Выпуск **Россия-2010-10г (в обращении)**: при каждом размещении облигаций в дату размещения выплачивалось по 9,5% номинальной стоимости. Данные по выплате купонных доходов и в счет погашения основных частей долга рассчитаны с учетом погашений части долга в дату размещения.

ПРИЛОЖЕНИЕ 5

ОСНОВНЫЕ ВИДЫ ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Долговые инструменты

Долговые финансовые активы выпускаются всеми субъектами рынка, которые занимают деньги, — государством, фирмами, домашними хозяйствами. Соответственно, на рынках долговых обязательств торгуют такими активами, как корпоративные и государственные облигации, ипотечные кредиты, жилищные и коммерческиекладные, векселя, а также займы.

1. **Облигация** (лат. *obligatio* — обязательство; англ. *bond* — долгосрочная, *note* — краткосрочная) — эмиссионная долговая ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные

имущественные права. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт. Облигации — один из самых распространенных видов долговых финансовых инструментов. В соответствии с российским законодательством облигация — это эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента¹.

Облигации служат дополнительным источником средств для эмитента. Часто их выпуск носит целевой характер — для финансирования конкретных программ или объектов, доход от которых в дальнейшем служит источником для выплаты дохода по облигациям. Экономическая суть облигаций очень похожа на кредитование, но не требует оформления залога и упрощает процедуру перехода права требования к новому кредитору.

Обычно доход по облигациям выше, чем доход при размещении аналогичных средств в форме банковского депозита. Сопоставление текущих доходности облигаций и процента служит основой для формирования цен облигаций на вторичном рынке ценных бумаг. Виды облигаций различны, но их можно классифицировать следующим образом (табл. 6).

Таблица 6

Классификация облигаций

Классификационный признак	Виды облигаций
По типу дохода	<ol style="list-style-type: none"> 1. Дисконтная облигация (<i>Zero Coupon Bond</i>) — облигация, доходом по которой является дисконт (бескупонная облигация). Дисконтные облигации продаются по цене ниже номинала. Чем ближе дата погашения облигации, тем выше рыночная цена облигации. Примеры дисконтных облигаций — ГКО, БОБР. 2. Облигация с фиксированной процентной ставкой (<i>Fixed Rate Bond</i>) — купонная облигация, доход по которой выплачивается по купонам с фиксированной процентной ставкой. Информация о купонах указывается в проспекте эмиссии облигации. К этому типу облигаций относятся ОФЗ, ОВФЗ, большинство еврооблигаций. 3. Облигация с плавающей процентной ставкой (<i>Floating Rate Note (FRN); Floater</i>) — купонная облигация с переменным купоном, размер которого привязывается к некоторым макроэкономическим показателям: к доходности государственных ценных бумаг; к ставкам межбанковских кредитов (<i>LIBOR, EURIBOR</i>) и т.п.

¹ См.: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Ст. 2.

Классификационный признак	Виды облигаций
По эмитентам	1. Государственная облигация (<i>Government bond</i>) — ценная бумага, эмитированная с целью покрытия бюджетного дефицита от имени правительства или территориальных органов власти, но обязательно гарантированная правительством. 2. Суверенные облигации (<i>Sovereign bonds</i>). 3. Корпоративные облигации (<i>Corporate bonds</i>), выпускаемые финансовыми и нефинансовыми фирмами. 4. Муниципальные облигации (<i>Municipal bonds</i>)

2. **Вексель** — также распространенный долговой финансовый инструмент, письменное обязательство заемщика об уплате определенной суммы кредитору по истечении указанного в нем срока¹.

Вексельное обязательство характеризуется прежде всего своей *абстрактностью*. В нем отсутствует указание на обстоятельства, вызвавшие к жизни данное долговое обязательство, например на то, что заемщик получил от кредитора определенный товар. Единственное, что указывается в векселе, — какую денежную сумму и в какой срок заемщик должен уплатить кредитору. Отсюда вытекает другое свойство вексельного обязательства — его *беспорность*. Лицо, обязанное платить по векселю, не вправе оспаривать свое обязательство ссылкой на то, что товары, против которых вексель выдан, им фактически не получены или не соответствуют условиям договора. Если только подлинность векселя удостоверена, то векселедержатель имеет право требовать платежа в беспорном порядке. В случае отказа заемщика произвести платеж векселедержатель может предъявить вексель нотариусу, который посылает заемщику письменное требование о платеже, а при невыполнении этого требования составляет так называемый акт *протеста*, свидетельствующий о том, что вексель не оплачен. Затем векселедержатель может получить от суда исполнительный лист на взыскание причитающейся ему суммы в принудительном порядке из имущества неисправного заемщика, которое подлежит продаже с торгов. Еще одной важной особенностью векселя является его *обращаемость*. Например, текстильный фабрикант уплачивает векселем за ткацкие станки машиностроительному заводчику, который в свою очередь платит этим векселем за железо и сталь металлургическому заводчику, последний тем же векселем платит за каменный уголь владельцу шахты и т.д.

Векселя бывают простые и переводные.

¹ См.: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Ст. 2.

Простой вексель — письменное обязательство, выданное должником кредитору об уплате по истечении срока. *Переводной вексель* — письменное обязательство, выданное должником кредитору об уплате по истечении срока кредитору или тому, кому он укажет.

Кредитор может использовать вексель следующим образом.

1. Получить деньги по истечении срока платежа.
2. Учесть вексель в банке, получив при этом его сумму за вычетом учетного процента;
3. Использовать вексель как средство платежа при покупке товаров (если поставщик согласен принять вексель в качестве платежа).

Долевые финансовые инструменты

Акция — эмиссионная ценная бумага, закрепляющая права ее владельца (акционера) на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, на участие в управлении акционерным обществом и на часть имущества, остающегося после его ликвидации¹.

Различают обыкновенные и привилегированные акции.

1. *Обыкновенные акции* дают право на участие в управлении обществом (одна акция соответствует одному голосу на собрании акционеров, за исключением проведения кумулятивного голосования) и участвуют в распределении прибыли акционерного общества. Источником выплаты дивидендов по обыкновенным акциям является чистая прибыль общества. Размер дивидендов определяется советом директоров предприятия и рекомендуется общему собранию акционеров, которое может только уменьшить размер дивидендов относительно рекомендованного советом директоров и может отменить их выплату.

2. *Привилегированные акции* могут вносить ограничения на участие в управлении, а также могут давать дополнительные права в управлении (не обязательно), но приносят постоянные (часто — фиксированные в виде определенной доли от бухгалтерской чистой прибыли или в абсолютном денежном выражении) дивиденды. Как правило, в России существуют значительные ограничения на участие в управлении компаниями. Это вызвано тем, что массовая приватизация предприятий согласно типам 2 и 3 предусматривала передачу привилегированных акций трудовому коллективу, при этом лишая его права голоса на собраниях акционеров.

Дивиденды по привилегированным акциям могут выплачиваться как из прибыли, так и из других источников — в соответствии с уставом общества. В настоящее время по российскому законодательству если по привилегированным акциям не выплачены дивиденды, то они предоставляют акционером право голоса на общем собрании акцио-

¹ См.: Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг». Ст. 2.

неров (за исключением кумулятивных привилегированных акций). Привилегированные акции делятся:

- на чистые привилегированные, которые имеют ряд привилегий в обмен на право голоса. У их собственника определена величина дохода в момент выпуска и размещения ценных бумаг. Определен размер ликвидационной стоимости, и они обладают приоритетом при начислении этих выплат по отношению к обыкновенным акциям;
- кумулятивные (накапливающие). Привилегии — те же. Сохраняется и накапливается обязательство по выплате дивидендов. Фиксированный срок накопления дивидендов. При невыплате дивидендов права голоса не получают.

Аналог привилегированных акций — учредительская акция (*founders share*), распространяемая среди учредителей акционерных компаний и дающая им некоторые преимущественные права. Держатели таких акций могут: иметь дополнительное количество голосов на собрании акционеров; пользоваться первоочередным правом на получение акций в случае их последующих эмиссий; играть главную роль в решении всех вопросов, связанных с деятельностью акционерных компаний.

Акции, как и любой финансовый инструмент, обладают недостатками и преимуществами по отношению к другим инструментам (табл. 7).

Таблица 7

Преимущества и недостатки акций

<i>Преимущества</i>	<i>Недостатки</i>
Позволяют эмитенту привлечь самый длинный и дешевый капитал	Способствуют распылению капитала среди большего количества собственников
Позволяют повысить стоимость компании и поднять ее престиж на основе рекламы нового выпуска, при эффективности размещения — успешно размещать последующие выпуски	Вводят двойную систему налогообложения, поскольку дивиденды выплачиваются из чистой прибыли компании, в отличие от облигаций, проценты по которым выплачиваются из себестоимости
Позволяют снизить стоимость заимствований, поскольку на основе их эмиссии возрастает стоимость собственного капитала компании	Требуют значительных затрат при размещении

Производные финансовые инструменты (деривативы), именуемые срочными контрактами (*derivative*), — финансовый инструмент, цены или условия которого базируются на соответствующих параметрах другого финансового инструмента, который является базовым. Обычно

целью покупки дериватива является получение не базового актива, а прибыли от изменения его цены. Отличительная особенность деривативов в том, что их количество не обязательно совпадает с количеством базового инструмента. Эмитенты базового актива обычно не имеют никакого отношения к выпуску деривативов. Например, суммарное количество контрактов *CFD* на акции компании может в несколько раз превышать количество выпущенных акций, при этом само это акционерное общество не выпускает и не торгует деривативами на свои акции.

Дериватив имеет следующие характеристики.

1. Его стоимость меняется вслед за изменением процентной ставки, цены товара или ценной бумаги, обменного курса, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, другой переменной (иногда называемой «базисной»).

2. Для его приобретения необходимы небольшие первоначальные инвестиции по сравнению с другими инструментами, цены на которые аналогичным образом реагируют на изменения рыночной конъюнктуры.

3. Расчеты по нему осуществляются в будущем.

По сути, дериватив представляет собой соглашение между двумя сторонами, по которому они принимают на себя обязательство или право передать определенный актив или сумму денег в установленный срок или до его наступления по согласованной цене. Существуют некоторые другие подходы к определению производного финансового инструмента. Согласно этим определениям признак срочности является необязательным — достаточно лишь того, что данный инструмент основан на другом финансовом инструменте. Также существует подход, согласно которому производным инструментом может считаться только тот, по которому предполагается получение дохода за счет разницы цен и не предполагается использования данного инструмента для поставки товара или иного базового актива. Большинство производных финансовых инструментов в соответствии с российским законодательством не признается ценной бумагой, как это трактуется в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг». Исключение составляет опцион эмитента. Однако встречается такой термин, как «**производная ценная бумага**». Под это понятие попадают инструменты, основанные на ценных бумагах (форвардный контракт на облигацию, опцион на акцию, депозитарная расписка).

Примеры деривативов:

- валютный своп;
- кредитный дефолтный своп;
- опцион;
- процентный своп (*IRS*);

- своп;
- свопцион;
- соглашение о будущей процентной ставке (*FRA*);
- форвард;
- фьючерс.

Разновидности деривативов:

- варрант;
- конвертируемые облигации;
- депозитарная расписка;
- кредитные производные.

ПРИЛОЖЕНИЕ 6

ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Индекс ММВБ (Россия) относится к разряду самых популярных фондовых индексов в Российской Федерации. Он представляет собой ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (*free-float*) композитный индекс российского фондового рынка, включающий 30 наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики и которые представлены в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (ФБ ММВБ).

Индекс ММВБ рассчитывается с 22 сентября 1997 г., расчет индекса производится в режиме реального времени в рублях.

Правилами расчета индекса ММВБ предусмотрен четкий и прозрачный механизм формирования базы расчета индекса, в том числе включающий ежеквартальную публикацию листов ожидания, представляющих собой список ценных бумаг — кандидатов на включение в индекс при очередном пересмотре базы расчета индекса. Отбор акций для включения в индекс ММВБ осуществляется при участии Индексного комитета при ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» — совещательного органа, в состав которого входят ведущие аналитики российского финансового рынка и представители профессионального сообщества.

Индекс ММВБ является фондовым индексом, используемым в целях приостановления торгов акциями на бирже в порядке, установленном Правилами проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», в случаях, предусмотренных Положением о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг, утвержденным приказом ФСФР России от 9 октября 2007 г. № 07-102/пз-н (с изм. и доп.).

Индекс ММВБ рассчитывается как отношение суммарной рыночной капитализации акций, включенных в базу расчета индекса,

к суммарной рыночной капитализации этих акций на начальную дату, умноженное на значение индекса на начальную дату. База расчета индекса пересматривается два раза в год (25 апреля и 25 октября) на основании ряда критериев, базовыми из которых являются капитализация эмитентов акции, ликвидность акции, значение коэффициента *free-float* и отраслевая принадлежность эмитента акций. В базу расчета индекса могут быть включены акции как из текущей базы расчета, так и из листа ожидания индекса. Пересмотр листа ожидания индекса ММВБ предполагает ежеквартальный последовательный отбор акций из 100 акций с наибольшей капитализацией, затем из 60 наиболее ликвидных акций, значение коэффициента *free-float* которых составляет не менее 5%.

В целях ограничения влияния акций отдельного эмитента на индекс ММВБ вес акций эмитента в индексе ограничивается 15% (на дату утверждения базы расчета индекса на очередной период) путем использования при расчете индекса весового коэффициента, значение которого рассчитывается в соответствии с определенным алгоритмом.

Значение индекса пересчитывается при совершении каждой сделки с акциями, включенными в базу расчета индекса, на ФБ ММВБ в режиме основных торгов в период с 10.30 до 18.45 по московскому времени. Использование средневзвешенной последних десяти сделок по каждой акции при расчете индекса позволяет избежать влияния на индекс колебания отдельных сделок.

Базовое значение индекса ММВБ на дату начала расчета индекса (22 сентября 1997 г.) составляло 100 пунктов.

Полная методика расчета индекса ММВБ, а также порядок отбора акций, сделки с которыми учитываются при расчете индекса, определены в Правилах расчета индекса ММВБ, которые разрабатываются при участии Индексного комитета при ФБ ММВБ и утверждаются дирекцией ФБ ММВБ.

Правила расчета индекса ММВБ в полной мере отвечают международным стандартам построения фондовых индексов в части сбалансированности индекса, а также требованиям, предъявляемым к индексам, на основе которых могут быть созданы российские индексные паевые инвестиционные фонды.

Согласно директивам Европейского союза в отношении *UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities)* вес отдельного компонента, включенного в фондовый индекс, не должен превышать 20%. Правила расчета индекса ММВБ предусматривают более строгое ограничение — 15%.

Индекс ММВБ соответствует следующим требованиям, предъявляемым со стороны Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам США (*Securities and Exchange Commission, SEC*) к фондовым

индексам, которые могут использоваться американскими инвесторами в качестве бэнчмарков для производных продуктов:

- база расчета индекса должна включать не менее десяти компонентов (в индексе ММВБ их 30);
- вес отдельного компонента в базе расчета индекса не должен превышать 30% (в индексе ММВБ — 15%);
- суммарный вес пяти компонентов в базе расчета индекса не должен превышать 60% (в индексе ММВБ не более 60%);
- суммарный среднедневной объем торгов акциями с наименьшим весом в индексе, суммарный объем которых в индексе составляет около 25%, должен быть не менее 30 млн долл. США (в индексе ММВБ — порядка 11 млрд руб., что соответствует 366 млн долл.).

Методика расчета индекса ММВБ полностью соответствует требованиям нормативно-правовых актов Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР РФ), предъявляемым к фондовым индексам и порядку раскрытия информации о них.

В настоящее время на ММВБ в дополнение к индексу ММВБ осуществляется расчет еще одного композитного индекса — ММВБ 10, представляющего собой ценовой невзвешенный индекс, рассчитываемый как среднеарифметическое изменение цен десяти наиболее ликвидных акций.

В целом семейство индексов ММВБ содержит следующие индексы (табл. 8). Его отраслевой состав приведен на рис. 1.

Индекс ММВБ содержит акции следующих эмитентов (табл. 9).

Кроме акций, на ММВБ индексируются и облигации. Семейство облигационных индексов ММВБ включает:

Таблица 8

Семейство индексов

<i>Композитные индексы</i>	<i>Отраслевые индексы</i>	<i>Капитализационные индексы</i>
Индекс ММВБ	<i>MICEX O&G</i> (нефть и газ)	<i>MICEX IC</i> — высокая капитализация
Индекс ММВБ 10	<i>MICEX PWR</i> (электроэнергетика)	<i>MICEX MC</i> — стандартная капитализация
	<i>MICEX TIC</i> (телекоммуникации)	<i>MICEX SC</i> — базовая капитализация
	<i>MICEX M&M</i> (металлургия и горнодобыча)	
	<i>MICEX MNF</i> (машиностроение)	
	<i>MICEX FNL</i> (финансы)	



Рис. 1. Отраслевой состав индекса ММВБ

- индекс государственных облигаций *RGBI (Russian Government Bond Index)*;
- индекс корпоративных облигаций *MICEX CBI (MICEX Corporate Bond Index)*;
- индекс муниципальных облигаций *MICEX MBI (MICEX Municipal Bond Index)*.

Эти индексы отражают ситуацию в различных сегментах российского облигационного рынка.

Облигационные индексы рассчитываются в режиме реального времени одновременно по трем методикам: *total return* (совокупного дохода, отражающей изменение стоимости облигаций и накопленного купонного дохода при условии реинвестирования купонных выплат) *clean price* (чистых цен, отражающей изменение стоимости облигаций без учета накопленного купонного дохода) и *gross price* (валовых цен, отражающей изменение стоимости облигаций и величины накопленного купонного дохода при условии изъятия купонных выплат). Правила расчета индексов в полной мере отвечают международным стандартам построения облигационных индексов. Значения индексов пересчитываются при совершении каждой сделки с облигациями, включенными в базу расчета индекса.

К основным принципам расчета *MICEX CBI* и *MICEX MBI* относятся следующие.

1. Индексы *MICEX CBI* и *MICEX MBI* представляют собой взвешенные по объемам выпусков индексы корпоративных и муниципальных облигаций, допущенных к обращению на Фондовой бирже ММВБ.

2. Правилами расчета индексов предусмотрен четкий и прозрачный механизм формирования баз расчета. В базу расчета индексов *MICEX CBI* и *MICEX MBI* включаются облигации, эмитентам которых присвоен рейтинг долгосрочной кредитоспособности по обязательствам в иностранной валюте как минимум одним из иностранных рейтин-

Таблица 9

Индекс ММВБ

№ п/п	Тикер	Ценная бумага	FreeFloat	Весовой коэффициент	Объем эмиссии	Q_0	Капитализация	Вес, %
1	<i>SBER</i>	Сбербанк	0,3900	1	21 586 948 000	8 418 909 720	1 803 157 766 440	14,70
2	<i>GAZP</i>	Газпром ао	0,4500	0,3463	23 673 512 900	3 689 161 882	4 334 620 211 990	14,12
3	<i>LKOH</i>	ЛУКОЙЛ	0,9100	0,4856	850 563 255	375 860 500	1 442 317 122 769	13,32
4	<i>ROSN</i>	Роснефть	0,1500	1	10 598 177 817	1 589 726 672	2 671 376 700 553	8,38
5	<i>GMKN</i>	ГМК Норникел	0,4600	1	190 627 747	87 688 763	809 157 597 691	7,78
6	<i>MTSI</i>	МТС-ао	0,5600	1	1 993 326 138	1 116 262 637	441 302 473 692	5,17
7	<i>PLZL</i>	Полос Золот	0,6700	1	190 627 747	127 720 590	302 745 456 398	4,24
8	<i>NOTK</i>	Нордтэк ао	0,3900	1	3 036 306 000	1 184 159 340	516 414 924 480	4,21
9	<i>TATN</i>	Татнефт ЗАО	0,6100	1	2 178 690 700	1 329 001 327	304 341 303 883	3,88
10	<i>VTBR</i>	ВТБ ао, ВТБ-002Dао	0,2200	1	10 460 541 337 338	2 301 319 094 214	727 007 622 945	3,34
11	<i>SNGS</i>	Сургнфгз	0,1600	1	35 725 994 705	5 716 159 152	958 028 274 009	3,20
12	<i>HYDR</i>	Рус Гидро, Рус ГидрЗГД	0,3800	1	2 69 695 430 802	102 484 263 704	306 643 704 822	2,44
13	<i>URKA</i>	Уркалий-ао	0,3400	1	2 124 390 000	722 292 600	266 780 896 200	1,90
14	<i>NI.MK</i>	НЛМК ао	0,1500	1	5 993 227 240	898 984 086	550 597 786 539	1,73
15	<i>FEES</i>	ФСК ЕЭС ао	0,2200	1	1 153 514 196 362	253 773 123 199	367 971 028 639	1,69
16	<i>CHMF</i>	СевСт-ао	0,2500	1	1 007 701 355	251 925 338	255 089 521 005	1,33
17	<i>SBERP</i>	Сбербанк-п	0,9200	1	1 000 000 000	920 000 000 000	280 000 000	1,33
18	<i>SNGSP</i>	Сургнфгз-п	0,5300	1	7 701 998 235	4 082 059 064	112 379 856 247	1,25

Окончание табл. 9

№ п/п	Тикер	Ценная бумага	FreeFloat	Весовой коэффициент	Объем эмиссии	Q_0	Капитализация	Вес, %
19	<i>RTKM</i>	Ростел -ао	0,4500	1	728 696 320	327 913 344	108 211 403 520	1,02
20	<i>SIBN</i>	Газнефть	0,0500	1	4 741 299 639	237 064 981	776 103 337 908	0,81
21	<i>TRNFP</i>	Транснф ап	0,9800	1	1 554 875	1 523 777	36 499 648 859	0,75
22	<i>MAGN</i>	ММК	0,1200	1	11 174 330 000	1 340 919 600	279 481 167 630	0,70
23	<i>MSNG</i>	+МосЭнерго	0,2000	1	39 749 359 700	7 949 871 940	130 258 651 737	0,54
24	<i>RASP</i>	Рязладская	0,2000	1	780 799 808	156 159 961	114 332 515 885	0,48
25	<i>PMPL</i>	Полиметалл	0,2300	1	315 000 000	72 450 000	89 050 500 000	0,43
26	<i>OGKS</i>	ОГК-3 ао	0,2500	1	47 487 999 252	11 871 999 813	69 284 990 909	0,36
27	<i>AFLT</i>	Аэрофлот	0,2400	1	1 110 616 299	266 547 911	58 307 355 697	0,29
28	<i>URSI</i>	УралСъИ-ао	0,4000	1	32 298 782 020	12 919 512 808	25 225 348 758	0,21
29	<i>VTEL</i>	ВолгаТлк	0,4400	1	245 969 590	226 619 21 891	108 293 510	0,20
30	<i>OGKE</i>	ОГК-5 ао	0,1200	1	35 371 898	370 4 244 627 804	75 943 465 800	0,19

говых агентств на уровне не ниже «В+» (по классификации рейтинговых агентств *Standard&Poor's* или *Fitch Ratings*) либо «В1» (по классификации рейтингового агентства *Moody's Investors Service*). При этом для включения в базу расчета индекса выпуск облигаций должен соответствовать следующим условиям:

- объем выпуска по номиналу для *MICEX CBI* — не менее 3 млрд руб., для *MICEX MBI* — не менее 1 млрд руб.;
- срок до погашения/ближайшей оферты (на период действия базы расчета) — не менее одного года;
- среднедневной объем сделок за квартал — не менее 10 млн руб.

3. Суммарный вес облигаций одного эмитента в базе расчета индексов ограничен величиной 30%, что соответствует требованиям, предъявляемым к составу и структуре активов ПИФов. Пересмотр базы расчета индексов производится один раз в три месяца.

Индекс РТС (Россия), рассчитываемый открытым акционерным обществом «Фондовая биржа РТС», также является ведущим индикатором рынка ценных бумаг России. Индекс РТС рассчитывается на основании цен 50 ликвидных акций наиболее капитализированных российских эмитентов; в индекс РТС включаются акции, допущенные к торгам в РТС.

Индекс РТС признается большинством участников российского рынка, зарубежными инвесторами и инвестиционными компаниями и является основным ориентиром фондового рынка России, адекватно отражающим его состояние и динамику.

Индекс РТС — один из старейших российских фондовых индексов, рассчитывается с 1 сентября 1995 г. на основании результатов торгов наиболее ликвидными акциями в РТС. Это был первый индекс, в основе которого лежали цены реальных сделок, заключенных в торговой системе. Период расчета индекса РТС фактически охватывает весь период существования организованного российского рынка ценных бумаг.

Индекс РТС, а также *RTS Index* являются зарегистрированными товарными знаками.

Для пересмотра состава индекса используются статистические данные о торгах за предшествующие три месяца.

Процедура включения в индекс имеет следующий вид:

- первоначально ценная бумага попадает в список кандидатов на включение в состав индекса РТС;
- кандидаты на включение должны отвечать определенным требованиям к величине капитализации и ликвидности;
- при включении новых ценных бумаг в состав индекса РТС из него исключается аналогичное число ценных бумаг с наименьшей капитализацией и/или недостаточными показателями ликвидности.

Решения о включении и исключении ценных бумаг из состава индекса РТС и списка кандидатов утверждаются экспертами Информационного комитета РТС один раз в три месяца.

Ценные бумаги могут быть удалены из списка для расчета индекса и во внеочередном порядке при исключении ценной бумаги из списка допущенных к торгам или при некоторых корпоративных событиях акционерного общества. При формировании списка также может учитываться отраслевая принадлежность эмитента. В табл. 10 представлен список акций компаний, входящих в индекс.

С начала 2005 г. РТС рассчитывает отраслевые индексы по пяти основным секторам российской экономики (индекс РТС — «Нефть и газ» (*RTSog*), индекс РТС — «Телекоммуникации» (*RTStl*), индекс РТС — «Металлы и добыча» (*RTSmm*), индекс РТС — «Промышленность» (*RTSin*), индекс РТС — «Потребительские товары и розничная торговля» (*RTScr*)).

В 2007 г. семейство индексов РТС дополнили индекс РТС — «Электроэнергетика» (*RTSeu*) и индекс РТС — «Финансы» (*RTSfn*). Расчет индекса электроэнергетики стал возможным после завершения реформирования большинства энергетических компаний. Запуск финансового индекса состоялся после прохождения *IPO* крупными российскими банками и инвестиционными компаниями.

С появлением ликвидных акций с высокой капитализацией в других отраслях российской экономики РТС будет принимать решение о расширении линейки отраслевых индексов.

В основе методологии расчета индекса «второго эшелона» и отраслевых индексов лежит методика расчета индекса РТС.

26 января 2006 г. международная компания *Standard & Poor's* — мировой лидер в сфере предоставления независимых финансовых исследований, рейтингов и индексов — подписала соглашение с Фондовой биржей РТС.

В соответствии с этим соглашением индекс РТС, являющийся основным индикатором российского фондового рынка для международных и национальных инвесторов, включается в глобальный портфель индексных предложений *Standard & Poor's*. РТС наделяет *Standard & Poor's* эксклюзивными правами на распространение, предоставление, выдачу разрешений на использование, маркетинговое продвижение и публикацию индексов РТС.

В рамках соглашения *Standard & Poor's* взяла на себя коммерческое управление выдачей разрешений на использование индекса РТС управляющим инвестициями, руководителям отделов по структурированию и реализации с целью создания финансовых продуктов. С момента подписания соглашения *Standard & Poor's* входит в состав Информационного комитета РТС, осуществляющего общий контроль и отвечающего за внесение изменений в методику расчета индекса.

Список акций для расчета индекса RTS
(действует с 15 декабря 2009 г. по 12 марта 2010 г.)

Код	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент, учитывающий free-float (Wf), %	Коэффициент, ограничивающий вес акции (Ci)	Вес акции по состоянию на 27.11.2009, %	Источник данных – RTS Standard*
AFKS	ОАО АФК Система, ао	9 650 000 000	5	1	0,28	
AFLT	ОАО Аэрофлот, ао	1 110 616 299	20	1	0,24	
AKRN	ОАО Акрон, ао	47 687 600	20	1	0,20	
AIAZ	ОАО Алголдз, ао	1 388 289 720	20	1	0,12	
BAVE	ОАО Башнефть, ао	170 169 754	10	1	0,29	
CHMFS	ОАО Северсталь, ао	1 007 701 355	15	1	0,81	*
ENCO	ОАО Сибирьтелеком, ао	12 011 401 829	40	1	0,12	
FSMO	ОАО Центр Телеком, ао	1 578 006 833	35	1	0,19	
FEES	ОАО ФСК ЕЭС, ао	1 153 514 196 362	20	1	2,00	*
GAZPS	ОАО Газпром, ао	23 673 512 900	40	0,3827834	15,00	*
GMKNS	ОАО ГМК Норильский никель, ао	190 627 747	40	1	7,40	*
HYDRS	ОАО РусГидро, ао	269 695 430 802	30	1	2,18	*
IRAO	ОАО ИНТЕР РАО ЕЭС, ао	2 274 113 845 013	20	1	0,39	
LKONS	ОАО ЛУКОЙЛ, ао	850 563 255	50	0,8468625	15,00	*
MAGNS	ОАО ММК, ао	11 174 330 000	5	1	0,32	*
MGNT	ОАО Магнит, ао	88 975 073	25	1	0,97	
MRKH	ОАО Холдинг МРСК, ао	41 041 753 984	25	1	0,85	
MSNG	ОАО Мосэнерго, ао	39 749 359 700	20	1	0,54	

Код	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент, учитывающий free-float (Wf), %	Коэффициент, сравнивающий вес акции (Ci)	Вес акции по составу на 27.11.2009, %	Источник данных — RTS Standard*
MTLR	ОАО Метел, до	416 270 745	15	1	0,73	
MTSS	ОАО МТС, до	1 993 326 138	10	1	1,04	
MVID	ОАО Компания М.видео, до	179 768 227	30	1	0,13	
NLMKS	ОАО НЛМК, до	5 993 227 240	15	1	1,92	*
NMTP	ОАО Новороссийский морской торговый порт, до	19 259 815 400	30	1	0,62	
NNSI	ОАО ВолгаТелеком, до	245 969 590	40	1	0,17	
NVTKS	ОАО НОВАТЭК, до	3 036 306 000	15	1	1,67	*
OGKB	ОАО ОГК-2, до	32 734 568 382	35	1	0,23	
OGKC	ОАО ОГК-3, до	47 487 999 252	20	1	0,35	
OGKD	ОАО ОГК-4, до	63 048 706 145	20	1	0,48	
OPIN	ОАО ОПИИ, до	15 280 221	20	1	0,10	
PHST	ОАО Фармстандарт, до	37 792 603	15	1	0,25	
PLZLS	ОАО Полнос Золото, до	190 627 747	30	1	2,22	*
PMTLS	ОАО Полиметалл, до	399 375 000	25	1	0,70	*
RASP	ОАО Распадская, до	780 799 808	20	1	0,48	
ROSN.S	ОАО НК Роснефть, до	10 598 177 817	15	1	9,31	*
SBERS	ОАО Сбербанк России, до	21 586 948 000	40	0,967343	13,78	*
SBERSP	ОАО Сбербанк России, ап	1 000 000 000	100	0,967343	1,22	*
STBN	ОАО Газпром нефть, до	4 741 299 639	5	1	0,89	
SILV	ОАО Сидельницт, до	7 825 760	15	1	0,64	

Окончание табл. 10

Код	Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент, учитывающий free-float (Wf), %	Коэффициент, сравнивающий вес акции (Cf)	Вес акции по состоянию на 27.11.2009, %	Источник данных — RTS Standard*
SNGSS	ОАО Сургутнефтегаз, до	35 725 994 705	25	1	5,72	*
SNGSPS	ОАО Сургутнефтегаз, ап	7 701 998 235	70	1	1,78	*
SPTL	ОАО Северо-Западный Телеком, до	881 045 433	35	1	0,10	
SIIV	ОАО СОЛЛЕРС, до	34 270 159	35	1	0,14	
TATNS	ОАО Татнефть им. В.Д. Шапитва, до	2 178 690 700	30	1	2,21	*
TRNFP	ОАО АК Транснефть, ап	1 554 875	100	1	0,82	
UFNC	ОАО Уфанефтехим, до	275 330 608	20	1	0,11	
URKAS	ОАО Уралкалий, до	2 124 390 000	35	1	2,35	*
URSI	ОАО Уралсвязьинформ, до	32 298 782 020	45	1	0,23	
VSMO	ОАО Корпорация ВСМПО-АВИСМА, до	11 529 538	25	1	0,13	
VTBRS	ОАО Банк ВТБ, до	10 460 541 337 338	15	1	2,41	*
WBDF	ОАО Вмм-Бидель-Данн Продукты Питания, до	44 000 000	10	1	0,13	

Включены: ИРАО ОАО ИНТЕР РАО ЕЭС, до. Исключены: РТКМ ОАО Ростелеком, до. Источником данных по остальным ценным бумагам является рынок RTS Classic.

Представитель *Standard & Poor's* стал постоянным членом Информационного комитета РТС и действует как консультант, обеспечивающий взаимосвязь с участниками международных рынков в отношении управления российскими индексами.

Среди наиболее важных достижений партнерства на сегодняшний день — полная интеграция индексных данных РТС в глобальную систему распространения данных *S&P*, создание на базе индекса РТС специальных индексов по техническим условиям клиентов (*custom indices*), подписание ряда контрактов на использование индекса РТС для целей создания индексных фондов и других финансовых продуктов в России и за ее пределами.

В дальнейшем стороны предполагают расширение семейства индексов РТС и их маркирование совместным брендом для российских и международных инвесторов, управляющих портфелями активов, а также создания условий для развития индексных фондов и биржевых производных индексных продуктов.

Другие индексы в России

Представленными индексами не исчерпывается уровень индексирования российской экономики. Приведем характеристику некоторых распространенных индексов (табл. 11).

Таблица 11

Развитие индексов в России

Индекс	Характеристика индекса	Спектр деятельности
Индекс <i>АК&М</i>	Определяется для различных видов ценных бумаг: банковских акций (по акциям 10 крупнейших банков), акций приватизированных предприятий (по акциям 40 предприятий различных отраслей хозяйства), а также как сводный индекс (в его основе лежат котировки акций банков, предприятий промышленности, транспорта, связи и торговли). Кроме того, компания <i>АК&М</i> строит отраслевые индексы на основе особого списка эмитентов по каждой отрасли. Для расчета индексов формируется специальный список компаний (листинг), курсы акций которых адекватно отражают положение дел в соответствующих отраслях хозяйства и на рынке ценных бумаг. Методика расчета индекса достаточно проста. Определяется отношение суммарной рыночной капитализации всех компаний, входящих в листинг, на текущий	Следует отметить, что курсы ценных бумаг не всегда совпадают с динамикой индекса. Индекс <i>АК&М</i> показывает лишь общие тенденции, господствующие на рынке. Сравнительная на данном этапе движение курсовой стоимости акций с динамикой индекса, можно сделать вывод о приоритетности инвестирования капитала

Индекс	Характеристика индекса	Спектр деятельности
	день и ее значение на базовую дату. Рыночная капитализация по каждой из включенных в листинг компаний определяется исходя из числа находящихся в обращении простых акций. При этом учитываются только размещения выпуска этих акций. Таким образом, вес ценной бумаги при расчете индексов (влияние изменения цены акции на значение индекса) представляет собой долю рыночной капитализации данного эмитента в суммарной рыночной капитализации	в различные виды ценных бумаг
Индексы «Интерфакса»	Агентство финансовой информации (АФИ) разработало методику расчета индексов внебиржевого рынка ценных бумаг. В этой методике учтена специфика заключения сделок на этом рынке. Эти индикаторы называются индексами «Интерфакса». Они описывают изменение средней цены акций определенного набора компаний в текущем периоде по сравнению с базисным. К группе этих индексов относятся три отраслевых индекса: банковский, предприятий нефтегазового комплекса и цветной металлургии (акции предприятий этих двух отраслей промышленности должны котироваться на внебиржевом рынке не менее пяти месяцев). Индексы «Интерфакса» рассчитываются на базисной основе. Базисом индекса служит величина индекса, принятая за 100 на 1 декабря 1994 г. Индексы исчисляются как базисные, так и цепные, т.е. проводится сравнение с предшествующим и базисным периодами. Три этапа расчетов. На первом этапе устанавливаются средневзвешенные цены покупки акций эмитентов, входящих в листинг (при этом отбрасываются акции, сильно отличающиеся от других по объему эмиссии и по курсу). На втором этапе находятся средние цены акций всех компаний, входящих в листинг. На третьем этапе строится индивидуальный (отраслевой) индекс	Индексы «Интерфакса» отражают общую тенденцию динамики курсов акций банков, предприятий нефтегазового комплекса и цветной металлургии
«Индекс Авеню»	Он был разработан для российского рынка ценных бумаг компанией «Кредит Авеню» и американской компанией «Манхэттен сэкьюритиз». Он представляет собой показатель	«Индекс Авеню» позволял привлекать средства населения

Индекс	Характеристика индекса	Спектр деятельности
	<p>суммарного курса фондового портфеля, состоящего из ценных бумаг ведущих компаний Европы, Америки, Азии и России. Так была создана ценная бумага — «Индекс Авеню», которая в январе 1995 г. поступила на российский рынок, прошла регистрацию на рынках США, ряда стран Европы и Азии. «Индекс Авеню» как определенный вид финансового имущества был обеспечен ценными бумагами, эмитированными в этих странах и в Российской Федерации (ГКО, ценные бумаги крупных банков и др.). Он являлся активным показателем состояния фондового рынка, так как состав портфеля мог изменяться в зависимости от курсового поведения входящих в него бумаг. «Индекс Авеню» имел номинал, эквивалентный 200 долл. США. Его выпуск осуществлялся траншами со сроком обращения три месяца. Котировки «Индекса Авеню» рассчитывались на основании результатов проводимых торгов на фондовых биржах мира по входящим в портфель ценным бумагам.</p> <p>Для поддержания его курса в портфель включались высокодоходные и ликвидные ценные бумаги, а также инвестировалась часть прибыли от продажи «Индекс Авеню» и от операций с ценными бумагами</p>	<p>Российской Федерации и западных инвесторов для вложений в государственные ценные бумаги, выводить российские ценные бумаги на рынки стран Запада, развивать фьючерсную и опционную торговлю индексами, что способствовало оживлению биржевого и внебиржевого рынков</p>
Фондовый индекс Петербурга (ФИП-30)	<p>Совокупность индексов российского рынка ценных бумаг пополняется индексами, которые определяются для региональных рынков. Примером может служить данный индекс, работа над которым началась в 1994 г. по курсам акций 30 крупнейших петербургских акционерных обществ базовых отраслей промышленности. Рассчитываются также отраслевые индексы ФИП-30, включающие в свой состав акции компаний машиностроения, металлообработки, химической и топливно-энергетической промышленности, металлургии, легкой промышленности и торговли, а также по акциям крупнейших петербургских банков</p>	<p>Индексы ФИП-30 дают представление о тенденциях движения курсов акций в Петербурге, позволяют произвести сравнительный анализ доходности разных видов ценных бумаг</p>

На международном рынке ценных бумаг такие индексы имеют реальную стоимость (представляют собой товар). Так, имеющие мировое признание индексы *Dow Jones Stock Index* и другие ежедневно котируются как ценные бумаги на многих биржах мира. Индексы отражают курс большей совокупности ценных бумаг и позволяют снизить риск потерь от внезапных падений курсов (при этом падение курсов одних ценных бумаг может быть компенсировано ростом курсов других).

Заметные успехи научных исследований российского рынка ценных бумаг позволяют ожидать появления его новых, в том числе и региональных и отраслевых, фондовых индикаторов.

Индекс Доу DJIA (США). Индекс *DJIA (Dow Jones Industrial Average)* представляет собой современный вариант первого в мире фондового индекса. История современного технического или графического анализа восходит к работам и теории Чарльза Генри Доу (1851–1902). Изучая цены закрытия торгов по акциям, Доу пришел к выводу о возможности создания некоего «барометра», или фондового индекса, который позволял бы инвесторам количественно характеризовать состояние рынка.

Первый индекс, рассчитанный в 1884 г., представлял собой среднюю цену 11 акций. Он получил название «железнодорожный индекс», поскольку девять из 11 акций были выпущены железнодорожными компаниями. К 1896 г. Доу ввел средний промышленный индекс, который определялся как среднее арифметическое цен на 12 акций. В 1928 г. число акций, используемых для расчета индекса, было увеличено до 30, каким оно остается и в настоящее время. Нью-Йоркская фондовая биржа обновляет и публикует индекс *DJIA* каждые полчаса в течение всего биржевого дня.

Индекс Доу—Джонса представляет собой систему из четырех самостоятельных индексов: промышленного, транспортного, коммунального и комплексного. Каждый из этих индексов формируется на основе цен на акции компаний — лидеров соответствующих отраслей экономики на Нью-Йоркской фондовой бирже. Ввиду тесной и «мгновенной» электронной связи между большинством крупных фондовых бирж мира индексы Доу—Джонса фактически отражают конъюнктуру всего мирового бизнеса.

Индекс Доу—Джонса отличается простотой вычисления, которая сочетается с его достаточно четким реагированием на всякого рода колебания биржевых курсов, и особенно на биржевые кризисы.

Наиболее известен промышленный индекс Доу—Джонса. Когда намереваются использовать индекс Доу—Джонса, то имеют в виду именно его. При вычислении значения индекса суммируются курсы акций 30 наиболее крупных промышленных компаний, достаточно

репрезентативно отражающих биржевую конъюнктуру. Попасть в число компаний весьма престижно и означает сделать себе рекламу. При внесении в список учитываются различные критерии. Прежде всего включаются крупные корпорации с устойчивым доходом. Кроме того, желательно, чтобы каждая из них располагала большим акционерным капиталом и занимала ведущее положение в том секторе экономики, к которому относится.

Некоторые экономисты полагают, что список Доу—Джонса должен отражать отраслевую структуру экономики «пропорционально-представительным» образом. Так, действующий список Доу—Джонса критикуется из-за того, что в нем слишком много корпораций, занимающихся производством средств производства, энергетикой и отраслями новейших технологий, но недостаточно отражены финансовые корпорации и совсем нет предприятий сферы услуг. Высказываются и предложения об исключении из списка Доу—Джонса компаний отраслей с ярко выраженной циклическостью производства и компаний с особо устойчивыми курсами акций. В интересах полноты списка целесообразно наличие в нем компаний, движение курсов акций которых отражает циклический характер развития экономики.

Индекс Доу—Джонса призван отражать конъюнктуру на фондовой бирже, т.е. информировать о динамике цен на акции. Вместе с тем он не должен реагировать на события, непосредственно с биржевой конъюнктурой не связанные. К ним относятся, например, дробление и укрупнение номиналов акций компаний, входящих в список Доу—Джонса, замещение в списке Доу—Джонса акций одной компании на акции другой, имеющие иную цену. В результате подобных событий арифметическое значение суммы цен акций может изменяться, хотя биржевая конъюнктура ими непосредственно затронута не будет (они могут лишь косвенным образом повлиять на ее изменения). Необходимо, чтобы такого рода события оставляли индекс Доу—Джонса без изменений. Поэтому изменение арифметической суммы цен акций должно быть компенсировано изменением корректирующего делителя, роль которого именно в этом и состоит. Коррекция, при которой наряду со старыми номинальными значениями индекса рассматриваются его значения в современных ценах, вычислены так, будто существующий уровень инфляции был достигнут еще в момент вычисления индекса. Такие вычисления для ретросравнений значения индексов называются реальными. Как правило, реальное значение индексов обнаруживает меньшую тенденцию к общему возрастанию и, вместе с тем, большую неустойчивость.

Построение других индексов Доу—Джонса производится так же, как промышленного. Комплексный индекс Доу—Джонса охватывает акции всех 65 входящих в три других списка компаний (промыш-

ленных, транспортных, коммунальных). Для него в январе 1994 г. корректирующий делитель был равен 2,266.

Индекс Доу—Джонса имеет характер текущей экспресс информации. В течение биржевого дня он фиксируется семь раз; при открытии Нью-Йоркской фондовой биржи, в 10 и 11 часов утра, в полдень, а также в 13, 14 и 15 часов дня. Кроме того, фиксируется заключительное значение индекса (на момент закрытия биржи), равно как и его наибольшее и наименьшее значения за прошедший биржевой день. Каждое из этих трех последних значений индекса не обязательно должно совпадать с каким-либо из его «часовых» значений. Одновременно со значениями индекса Доу—Джонса за истекший биржевой день, как правило, указывается общий объем дневных продаж акций компаний из списка Доу—Джонса.

Значение индексов Доу—Джонса и их динамика подробно описываются в ежедневных публикациях в прессе (например, *The Wall Street Journal*). Эти публикации имеют стандартную форму. Наряду с такими таблицами, регулярно публикуются диаграммы, описывающие динамику индексов Доу—Джонса более наглядно. Из них для каждого биржевого дня отмечаются максимальные (верхние) и минимальные (нижние) текущие значения индекса, а также его заключительное значение за этот день.

Следует отметить, что изменение на 1 долл. цены акции предприятия, входящего в индексный список, воздействует на величину индекса Доу—Джонса точно так же, как и изменение на 1 долл. цены любой другой акции предприятия из этого списка, тогда как в действительности это не обязательно так.

Недостатком индекса Доу—Джонса является также ограниченность списка охватываемых им компаний, даже в его наиболее широком, «комплексном» варианте. Он оценивает биржевую конъюнктуру на основании акций крупнейших корпораций, которые, как правило, более устойчивы, чем курсы акций менее крупных компаний. Поэтому о биржевой конъюнктуре следует также судить и по этим менее устойчивым акциям.

Расширение списка Доу—Джонса путем включения в него нескольких десятков менее мощных компаний едва ли целесообразно, так как трудно определить критерии для отбора таких компаний, а отсутствие разумных оснований для применения закона больших чисел делает случайную выборку нерепрезентативной. Единственным выходом из этого положения может служить существенное, многократное расширение списка акций, которые формируют индекс, характеризующий биржевую конъюнктуру.

Индекс *Standart & Poor's* (США). В США кроме индекса Доу—Джонса другим важным биржевым показателем служит индекс информаци-

онной фирмы *Standart&Poor's*. Эта фирма рассчитывает и публикует пять биржевых индексов, каждый из которых по-своему важен и полезен. Однако более популярен и распространен индекс «Комплексный-500», объединяющий все эти показатели и публикуемый во многих периодических изданиях. Он рассчитывается как отношение текущих рыночных цен на акции в базовый период (1941–1943), умноженное на 10. При вычислении сначала определяется рыночная цена всех акций 500 фирм как произведение рыночных цен на акции в данный момент на их выпущенное количество, затем делится на их стоимость в базовый период. Это отношение умножается на 10. Например, значение этого индекса в 200 пунктов означает, что средняя рыночная цена акций 500 ведущих компаний США, принятых для этих расчетов, увеличилась по сравнению с базовым периодом (1941–1943) в 20 раз.

Индекс системы NASDAQ (внебиржевой индекс США). Дилеры внебиржевого рынка США связаны с продавцами и покупателями ценных бумаг через систему автоматизированной информации о котировках Национальной ассоциации дилеров ценных бумаг *NASDAQ*. Эта система передает самые последние курсы спроса и предложения по 5100 акциям, выбранным из числа наиболее активно продающихся на внебиржевом рынке. Облегчив установление контактов между продавцами и покупателями, *NASDAQ* сделала торговлю на внебиржевом рынке непрерывной. Чтобы заключить сделки по ценным бумагам, не внесенным в систему *NASDAQ*, покупателям и продавцам приходится искать друг друга по справочным изданиям или обращаться к известным дилерам фондового рынка. Примерно 2900 акций из всех включенных в *NASDAQ*, отвечающих ряду требований к финансовым параметрам эмитента и активности оборота, вынесены в особый список — Национальную рыночную систему в рамках *NASDAQ (NASDAQ/NMS)*. Сделки по акциям из этого списка тщательно отслеживаются дилерами и инвесторами, поэтому подробные данные об их котировках публикуются в финансовой прессе отдельно от котировок других ценных бумаг внебиржевого оборота.

NASDAQ обеспечивает три уровня услуг. Первый предоставляет возможность розничным брокерам и их клиентам отслеживать по терминалу, расположенному в самой брокерской конторе или неподалеку от нее, самую высокую текущую цену предложения о покупке и самую низкую текущую цену предложения о продаже. В ряде случаев цены предложений о покупке и продаже — двух сторон каждой котировки — могут предоставляться различными дилерами. Поэтому клиент не всегда может быть уверен, что его приказ будет исполнен по показанной цене. Второй и третий уровни показывают твердые

котировки всех зарегистрированных дилеров этой системы. Однако третий уровень указывает абоненту также изменения в котировках по мере изменения рыночной цены. Фирмы, которые не выставляют двусторонние котировки, но получают приказы клиентов, могут предложить услуги второго уровня, который обеспечивает им доступ к информации о наилучших рыночных ценах. Некоторые институциональные инвесторы, в особенности страховые компании, используют услуги второго уровня для точной оценки стоимости своих портфелей ценных бумаг и для наблюдения за активностью дилеров, например поиска того, кто постоянно предлагает наилучшие рыночные цены. Те, кто выставляет двусторонние котировки, должны быть абонентами услуг третьего уровня, поскольку только этот уровень позволяет дилеру внести или изменить котировки, показываемые по системе.

Система *NASDAQ* разделяется на две части: эмиссии в обычной системе *NASDAQ* и эмиссии в Национальной рыночной системе (*National Market System — NMS*). *NMS*, являясь верхним ярусом системы *NASDAQ*, забирает наиболее известные и наиболее ходовые эмиссии. В свое время ее критерии включения в курсовой бюллетень были намного более строгими по сравнению с обычной системой *NASDAQ*. Однако в 1990 г. Совет директоров предложил удвоить обычные требования по внесению в курсовой бюллетень *NASDAQ*, что могло бы сблизить основные критерии для двух частей этой системы. Существуют также некоторые альтернативные правила внесения в курсовой бюллетень, которые применяются по отношению к компаниям, не отвечающим этим критериям, но действующим не менее трех лет, имеющим более крупные активы и больше акций в обращении по сравнению с приведенными выше критериями.

Информационная отчетность *NMS* аналогична отчетности по эмиссиям акций, которые котируются на биржах. Эта отчетность публикуется в ежедневной коммерческой прессе и включает: самые высокие и самые низкие цены за последние 52 недели; символы компаний в системе *NASDAQ*; ставку дивиденда; отношение рыночной цены к чистой прибыли компании; объем, самые высокие и самые низкие цены при закрытии торговли и чистые изменения в течение дня. Иными словами, вся эта информация, которую большинство инвесторов получают по эмиссиям, котируемым на Нью-Йоркской фондовой бирже или Американской фондовой бирже, также легко доступна по эмиссиям, котируемым Национальной рыночной системой.

Объем торговли в *NMS* и системе *NASDAQ* уже давно опередил совокупный объем торговли на Американской фондовой бирже и региональных фондовых биржах. Важным подспорьем в американской внебиржевой торговле служат электронные регистраторы текущих

сделок, объединенные в общенациональную сеть *Inter Market Trading System*. Деятельность по выявлению сомнительных операций, ранее осуществляемая вручную, теперь в значительной степени компьютеризована. В системе электронных торгов *NASDAQ* задействовано 50 контролеров, пользующихся 40 специальными электронными продуктами, созданными для отслеживания сомнительных операций.

В случаях «отказа» автоматизированных приемов надзора контролеры *NASDAQ* проводят дополнительные расследования, запрашивая необходимые сведения непосредственно у контрагентов по сделкам. Ежегодно им приходится заниматься многими тысячами случаев установления злоупотреблений. Примерно по 250 из них выносятся решения о наложении штрафа или аннулировании лицензии.

MSCI World — биржевой индекс, отражающий ситуацию на «всемирном» фондовом рынке. Рассчитывается *Morgan Stanley Capital International* с 31 декабря 1969 г. Уровень индекса служит показателем глобального состояния рынка акций. Он включает ряд ценных бумаг рынков 23 развитых стран. На 27 апреля 2009 г. это Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Гонконг, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Сингапур, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

НОРМАТИВНО — ПРАВОВЫЕ АКТЫ

1. Конституция (Основной закон) Российской Федерации.
2. Гражданский кодекс РФ.
3. Бюджетный кодекс РФ.
4. Налоговый кодекс РФ.
5. Федеральный закон от 12 января 1996 г. № 7-ФЗ «О некоммерческих организациях» (принят ГД ФС РФ 8 декабря 1995 г.).
6. Федеральный закон от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)».
7. Федеральный закон от 26 июля 2006 г. № 135-ФЗ «О защите конкуренции».
8. Федеральный закон от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах» (в ред. Федерального закона от 12 февраля 2001 г. № 18-ФЗ).
9. Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» (принят ГД ФС 15 июля 1998 г.) (в ред. Федерального закона от 18 июля 2005 г. № 90-ФЗ).
10. Федеральный закон от 10 декабря 2003 г. № 173-ФЗ «О валютном регулировании и валютном контроле» (принят ГД ФС РФ 21 ноября 2003 г.).
11. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208 «Об акционерных обществах».
12. Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».
13. Федеральный закон № ФЗ-111 «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации».
14. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (действующая редакция).
15. Положение от 30 июня 2004 г. № 329 «О Министерстве финансов РФ».
16. «Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» (утв. Приказом ФСФР России от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н).
17. «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» (утв. Приказом ФСФР России от 16 марта 2005 г. № 05-4/пз-н).
18. Положение ЦБ РФ № 236-П «Положение о порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных залогом (блокировкой) ценных бумаг».
19. Приказ ФСФР РФ от 24 апреля 2007 г. № 07-50/пз-н.
20. Постановление ФКЦБ от 11 декабря 2001 г. № 32.
21. Положение о формировании индикативной ставки предоставления рублевых кредитов (депозитов) на московском межбанковском рынке *Moscow Interbank Offered Rate*.

УЧЕБНАЯ И НАУЧНАЯ ЛИТЕРАТУРА

22. *Аллахвердян Д.А.* Финансово-кредитная система СССР. — М.: Наука, 1982.
23. *Амосов С.* Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат? // Рынок ценных бумаг. 2002. № 12.

24. *Бабич А.М., Павлова Л.Н.* Финансы: Учебник. — М.: ФБК-ПРОГРЕСС, 2000.
25. *Балабанов А.И., Балабанов И.Т.* Финансы: Учеб. пособие. — СПб.: Питер, 2000.
26. *Балабанов И.Т.* Основы финансового менеджмента. — М.: Финансы и статистика, 2000.
27. *Балабанов И.Т.* Финансы граждан. — М.: Финансы и статистика, 1995.
28. *Баранов А.* Российский рынок долговых инструментов: итоги 2000 г. и перспективы // Рынок ценных бумаг. 2001. № 4. С. 24–26.
29. *Барулин С.В., Ковалева Т.М.* Сущность финансов: новые реалии // Финансы и кредит. 2004. № 5. С. 6
30. *Бердникова Т.Б.* Рынок ценных бумаг. — М.: ИНФРА-М, 2002.
31. *Бигес Б.* Вышел хеджер из тумана... — М.: Верпина, 2007.
32. *Бизнес: Оксфордский толковый словарь.* — М.: Прогресс-Академия: Изд-во РГГУ, 1995.
33. *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента. В 2 т. — Киев: Ника-Центр, 1999.
34. *Боди З., Кейн А., Маркус А.* Принципы инвестиций. 4-е изд.: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2002.
35. *Боди З., Мертон Р.* Финансы: Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2007.
36. *Бочаров В.В.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2001.
37. *Бригхем Ю., Галенски Л.* Финансовый менеджмент: Полный курс. В 2 т.: Пер. с англ.: Под ред. В.В. Ковалева. — СПб.: Экономическая школа, 1997.
38. *Бронский П.Д.* Рынок корпоративных облигаций России: современное состояние, проблемы и перспективы развития. Финансы и инвестиции: Сб. научных трудов. Вып. 5 / Под ред. д-ра экон. наук, проф. И.П. Скобелевой. — СПб.: СПГУВК, 2003.
39. *Буковецкий А.И.* Введение в финансовую науку. — М.: Госфиниздат, 1929.
40. *Ван Хорн Дж.К.* Основы управления финансами: Пер с англ. / Гл. ред. Я.В. Соколов. — М.: Финансы и статистика, 1996.
41. *Витте С.Ю.* Принципы железнодорожных тарифов по перевозке грузов. — СПб.: ПГУПС, 1999.
42. *Вознесенский Э.А.* Методологические аспекты анализа сущности финансов. — М.: Финансы, 1974.
43. *Вознесенский Э.А.* Финансы как стоимостная категория. — М.: Финансы и статистика, 1985.
44. *Головин А.* Прямые инвестиции при смерти // Финанс. 2009. № 27–28 (310–311). 27 июля — 16 августа.
45. *Галубицкий С.* Анатомия одной булимии // Бизнес-журнал. 2008. № 21–22. 10 ноября.
46. *Гринспен А.* Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы: Пер. с англ. 3-е изд. — М.: Юнайтед Пресс, 2010.
47. *Грязнова А.Г.* Финансы: Учебник. — М.: Финансы и статистика, 2008.
48. *Грязнова А.Г., Маркина Е.В.* Финансы: Учебник. М.: Финансы и статистика, 2007.
49. *Гуров А.А.* Понятие операции РЕПО в банковском секторе для целей налогообложения // Банковское право. 2005. № 5.
50. *Губейдуллина Г., Желобанов Д., Панов А.* Комментарий руководителя ФСФР России В.Д. Миловинова газете «Ведомости» о приостановке службой работы фондовых бирж, запрете маржинальных сделок и коротких продаж. ФСФР России — www.fcsm.ru
51. *Дадашев А.З., Черник Д.Г.* Финансовая система России. — М.: ИНФРА-М, 1997.

52. *Дамари Р.* Финансы и предпринимательство. — Ярославль: Периодика, 1993.
53. *Долан Э.Дж., Линдсей Д.Ф.* Рынок: микроэкономическая модель: Пер. с англ.; Под ред. В. Лукачевича. — СПб., 1992.
54. *Долгова И.В., Швейко Н.В.* Монополии и конкуренция // Финансы и кредит. 2001. № 3.
55. *Дьяченко В.П.* Товарно-денежные отношения и финансы при социализме. — М.: Наука, 1974.
56. *Израйлевич С., Пудикман В.* Опционы: системный подход к инвестициям. Критерии оценки и методы анализа торговых возможностей. 1-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
57. *Ковалев В.В.* Введение в финансовый менеджмент. — М.: Финансы и статистика, 1999.
58. *Ковалев В.В., Ковалев Вит.В.* Финансы предприятий. — М.: ВИТРЭМ, 2002.
59. *Ковалев В.В.* Финансы: Учебник. 2-е изд., перераб. и доп. — М.: ТК Велби, 2006.
60. *Ковалева А.М.* Финансы: Учеб. пособие. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Финансы и статистика, 2008.
61. *Ковалева А.М.* Финансы и кредит: Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2006.
62. *Ковалева А.М., Лапуста М.Г., Скамай Л.Г.* Финансы фирмы: Учебник. — М.: ИНФРА-М, 2000.
63. *Котиков В., Нейл Дж.* Хедж-фонды: Игра на рынке по новым правилам. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006.
64. *Кравченко В., Кременчуцкая Т.* Корпоративные облигации российских эмитентов // Рынок ценных бумаг. 1998. № 2.
65. *Краев А.О. и др.* Рынок долговых ценных бумаг: Учеб. пособие для вузов / А.О. Краев, И.Н. Коньков, П.Ю. Малеев. — М.: Экзамен, 2002.
66. *Локоткова С., Тихонов А.* Корпорации конкурируют с государством // Финансовые известия. 2002. № 602.
67. *Лялин С.В.* Ежемесячный информационно-аналитический бюллетень. 2002. № 11, 12; 2003. № 1, 2, 3.
68. *Лялин С.* Основные тенденции в развитии рынка корпоративных облигаций // Рынок ценных бумаг. 2002. № 7.
69. *Макконелл К., Брю С.* Экономикс. — М.: Республика, 1992.
70. *Малиновская О.В., Скобелева И.П.* Актуализация содержания финансов. Финансы и инвестиции: Сб. научных трудов. Вып. 5 / Под ред. д-ра экон. наук, проф. И.П. Скобелевой. — СПб.: СПГУВК, 2003.
71. *Малиновская О.В., Скобелева И.П.* Финансовая система: концептуальные основы структуризации. Финансы и инвестиции. Вып. 2: Сб. научных трудов / Под ред. И.П. Скобелевой. — СПб.: Невский курьер, 2000.
72. *Малиновская О.В., Скобелева И.П., Бровкина А.В.* Государственные и муниципальные финансы: Учеб. пособие. — М.: Кнорус, 2010.
73. *Масгрейв Р.А., Масгрейв П.Б.* Государственные финансы: теория и практика: Пер. с англ. — М.: Бизнес Атлас, 2009.
74. Материалы конференции «Стратегия компании на рынке долгового капитала». 2002. — <http://www.cbonds.ru>.
75. *Миркин Я.* Сверхконцентрация рыночного риска // Рынок ценных бумаг. 2001. № 2.
76. *Моляков Д.С.* Теория финансов предприятий. — М.: Финансы и статистика, 2004.

77. *Нестерова И.В.* Операции РЕПО и их особенности // Налогообложение, учет и отчетность в страховой компании. 2006. № 5.
78. *Нешиной А.С.* Финансы. 8-е изд. — М.: Дашков и К, 2007.
79. *Нешиной А.С.* Финансы и кредит: Учебник. — М.: Дашков и К, 2007.
80. Облигационные займы: масштабным инвестициям препятствует отсутствие кредитных историй и рейтингов // Эксперт. 2001. № 35.
81. *Поляков В.И.* РЕПО — место в системе институтов гражданского права // Законодательство и экономика. 2004. № 9.
82. Программа инвестиционных вложений федерального железнодорожного транспорта на 2003 год. — М.: Российские железные дороги, 2002.
83. *Прокопенко Д.* Вместо МПС нас будет обслуживать ОАО РЖД // Независимая газета. 2000. № 29.
84. Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации. — М.: ФКЦБ России, 2000.
85. *Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б.* Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007.
86. *Росс С., Вестфилд Р., Джордан Б.* Основы корпоративных финансов. — М., 2000.
87. Российская экономика в 2008 году. Тенденции и перспективы. Вып. 30. — М.: Институт экономики переходного периода, 2009.
88. Российская экономика в 2009 году. Тенденции и перспективы. Вып. 31. — М.: Институт экономики переходного периода, 2010.
89. *Рушайло П., Варданян Р.* Нас ждет большая волатильность и отсутствие существенного роста // Коммерсантъ Деньги. 2010. № 6 (15–21 февраля). С. 16
90. *Сабанти Б.М.* Теория финансов: Учеб. пособие. — М.: Менеджер, 1998.
91. *Самуэльсон П.Э., Нордхаус В.Д.* Экономика: Пер. с англ. 18-е изд. — М.: Вильямс, 2010.
92. *Сизов Ю.* Вывод предприятий на рынок ценных бумаг // Журнал для акционеров. 2000. № 11.
93. Справочник финансиста. — М.: ИНФРА-М, 2001.
94. *Теплова Т.В.* Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями. — М.: ГУ — ВШЭ, 2000.
95. *Томпсон А., Формби Дж.* Экономика фирмы: Пер. с англ. — М.: БИНОМ, 1998.
96. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. засл. деятеля науки РФ, д-ра экон. наук, проф. А.Г. Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2004.
97. Финансовые ресурсы народного хозяйства / Под ред. В.К. Сенчагова. — М., 1982.
98. Финансы: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, Е.В. Маркиной. — М.: Финансы и статистика, 2007.
99. Финансы: Учебник / Под ред. Л.А. Дробозиной. — М.: Финансы: ЮНИТИ, 2001.
100. Финансы / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Финансы и статистика, 2001.
101. Финансы: Учебник для вузов / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. О.В. Врублевской, проф. Б.М. Сабанти. — М.: Юрайт-М, 2008.
102. Финансы: Учеб. пособие / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.: Финансы и статистика, 2005.
103. Финансы: Учеб. пособие / Под ред. П.И. Вахрина, А.С. Непитовой. — М.: Маркетинг, 2002.

104. Финансы. Денежное обращение. Кредит: Учебник для вузов / Под ред. проф. Л.А. Дробозиной. — М.: Финансы: ЮНИТИ, 2000.
105. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. О.В. Врублевской. — М.: Юрайт-М, 2001.
106. Финансы, денежное обращение и кредит: Учебник / Под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. — М.: Проспект, 2005.
107. Финансы и кредит: Учебник / Под ред. проф. М.В. Романовского, проф. Г.Н. Белоглазовой. — М.: Юрайт-Издат, 2003.
108. Финансы и кредит / Под ред. проф. А.М. Ковалевой. — М.: Финансы и статистика, 2003.
109. Финансы и кредит субъектов Российской Федерации: Учебник. — Калининград, 1999.
110. Финансы рыночного хозяйства / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Путь России: Экономическая литература, 2003.
111. Халл Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты. 6-е изд. — М.: Вильямс, 2007.
112. Холт Р.Н. Основы финансового менеджмента. — М.: Дело, 1993.
113. Храпченко Л. Корпоративные облигации: текущая ситуация и перспективы развития // Рынок ценных бумаг. 2001. № 4.
114. Храпченко Л., Гороховская О. Корпоративные облигации: возможности для эмитентов и инвесторов // Рынок ценных бумаг. 2002. № 7.
115. Хэррис Д.М. Международные финансы. — М.: Физинг, 1996.
116. Ченг Ф. Ли, Джозеф И. Финнерти. Финансы корпораций: теория, методы и практика: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
117. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2004.
118. Шевченко И.В., Малкова Е.М. Российские корпорации: истоки, принципы функционирования, совершенствование корпоративного управления // Финансы и кредит. 2001. № 17.
119. Энциклопедия рыночного хозяйства. Финансы рыночного хозяйства: Учебник / Под ред. В.М. Родионовой. — М.: Экономическая литература, 2002.

ИСТОЧНИКИ НА ИНОСТРАННОМ ЯЗЫКЕ:

120. Berle A.A., Means G.C. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, 1932.
121. Shleifer A., Vishny R.W. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments // Financial Economics, 1989, November, 25, p. 123–139.
122. Brzezinski Z. The Group of Two that Could Change the World // The Financial Times. 2009. Jan. 14. P. 9.
123. Ferguson N. The Ascent of Money: A Financial History of the World. The Penguin Press, 2008.
124. FIBV. Year Report 1998–2005.
125. Jensen M.C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review, 1986, May, p. 328.
126. Mork R., Shleifer A., Vishny R.W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // Journal of Financial Economics, 1988, January-March, p.293–315.
127. Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business, 1986, April, 59, No. 2, p. 197–219.

ИНТЕРНЕТ-САЙТЫ:

128. Интерфакс: <http://www.INTERFAX.ru/>
129. Информационная система «РосБизнесКонсалтинг»: <http://www.rbc.ru/>
130. Информационная система «РИА Новости» www.rian.ru
131. Комитет финансов Санкт-Петербурга: <http://www.fincom.spb.ru/>
132. Лондонская фондовая биржа LSE: <http://www.londonstockexchange.com>
133. Министерство образования и науки РФ: <http://www.mon.gov.ru/>
134. Министерство транспорта РФ: <http://www.mintrans.ru/>
135. Министерство финансов РФ: <http://www.minfin.ru/>
136. Министерство экономического развития РФ: <http://www.economy.gov.ru/>
137. ММВБ: <http://www.micex.ru/>
138. Нью-Йоркская фондовая биржа NYSE: <http://www.nyse.com/>
139. Официальный сайт Президента РФ: <http://www.kremlin.ru/>
140. Пенсионный фонд РФ: <http://www.pfrf.ru/>
141. Рейтинговое агентство «Standard & Poor's»: <http://www.standardandpoors.ru/>
142. Российская венчурная компания: <http://www.rusventure.ru/>
143. Российский Банк развития: <http://www.rosbr.ru/>
144. Счетная палата Российской Федерации: <http://www.ach.gov.ru/>
145. Федеральное агентство по управлению федеральным имуществом: <http://www.fngi.ru/>
146. Федеральное казначейство РФ (Казначейство России): <http://www.roskazna.ru/>
147. Федеральная служба государственной статистики: <http://www.gks.ru/>
148. Федеральная служба по финансовым рынкам РФ: <http://www.fcsm.ru/>
149. Фондовая биржа «РТС»: <http://www.rts.ru/>
150. Центральный банк РФ: <http://www.cbr.ru/>
151. Википедия свободная энциклопедия: ru.wikipedia.org/wiki/Мировой_Банк
152. МВФ: <http://www.imf.org/external/russian/index.htm>
153. Международная финансовая корпорация: <http://www.ifc.org/russian/>
154. Всемирный банк: <http://www.worldbank.org.ru/>
155. ЮНЕСКО: <http://unesco.org/ru/>
156. Публичные информационные ресурсы о ПИФах www.nlu.ru и www.investfunds.ru

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
Раздел 1. СОДЕРЖАНИЕ ФИНАНСОВ – ЭВОЛЮЦИЯ ПОДХОДОВ И ДИСКУССИОННОСТЬ СОВРЕМЕННОЙ ТРАКТОВКИ КАТЕГОРИИ «ФИНАНСЫ»	5
1.1. Российская трактовка содержания финансов.....	5
1.1.1. Эволюция научных воззрений на категорию «финансы».....	6
1.1.2. Развитие категории в современных условиях.....	7
1.1.3. Свойства финансов.....	12
1.2. Функции финансов в российской научной школе.....	15
1.3. Трактовка содержания финансов, представленная в западной школе.....	17
1.3.1. Спектр деятельности финансов.....	17
1.3.2. Финансовые решения, принимаемые субъектами рынка.....	19
1.3.3. Трактовка содержания финансов.....	28
1.4. Уроки современного экономического кризиса: финансовый контекст.....	31
1.4.1. Особенности современного кризиса.....	31
1.4.2. Кризис в России.....	34
1.4.3. Кризис и финансовые рынки в России.....	38
Вопросы и задания.....	39
Терминологический диктант.....	42
Тесты.....	43
Мини-тесты.....	47
Приложение 1. Полезные советы финансового консультанта.....	50
Приложение 2. Нобелевские лауреаты, развивающие теорию и практику финансов.....	51
Раздел 2. ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА: СОДЕРЖАНИЕ, СТРУКТУРА, ФУНКЦИИ	70
2.1. Финансовая система: методологические подходы.....	70
2.2. Финансовая система: содержание, структуризация в российской школе.....	71
2.3. Финансовая система: содержание, структуризация в западной школе.....	77
2.4. Функциональный подход к финансовой системе.....	81
Вопросы и задания.....	87
Задача.....	89
Терминологический диктант.....	90
Тесты к разделу.....	91
Мини-тесты.....	95
Приложение 1. Проблема неблагоприятного выбора.....	97
Приложение 2. Альтернативная финансовая система (исламская финансовая система).....	98
Раздел 3. СТРУКТУРНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ: ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ, ИНСТИТУТЫ, ИНСТРУМЕНТЫ	108
3.1. Финансовые рынки: национальный и мировой контекст.....	108

3.1.1.	Содержание категории «финансовый рынок»	108
3.1.2.	Международный финансовый рынок	109
3.1.3.	Финансовые рынки как основа финансовой системы национальной экономики	115
3.1.4.	Российские финансовые рынки	131
3.2.	Финансовые институты, или финансовые посредники	161
3.3.	Финансовые инструменты (активы)	179
3.4.	Процентные ставки на финансовых рынках	197
3.4.1.	Влияние расчетной денежной единицы	200
3.4.2.	Влияние срока платежа	201
3.4.3.	Влияние риска неплатежа	202
3.4.4.	Инфляция и реальные процентные ставки	203
3.4.5.	Ставка доходности рискованных активов	204
3.4.6.	Рыночные индексы и стратегия инвестирования	205
3.4.7.	Выравнивание процентных ставок	209
3.4.8.	Основные факторы, влияющие на уровень ставок доходности финансовых инструментов	210
3.5.	Финансовая инфраструктура и регулирование финансовой системы	212
	Задания к разделу	219
	Задачи	221
	Терминологический диктант 1	222
	Терминологический диктант 2	224
	Терминологический диктант 3	226
	Тест	228
	Мини-тесты	232
	Приложения	236
	Приложение 1. Международные финансовые организации	236
	Приложение 2. Валютный рынок	263
	Приложение 3. Крупнейшие мировые фондовые биржи и биржи Российской Федерации	267
	Приложение 4. Анкеты выпусков ОВФЗ	284
	Приложение 5. Основные виды финансовых инструментов	287
	Приложение 6. Фондовые индексы	293
	СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	313
	Нормативно — правовые акты	313
	Учебная и научная литература	313
	Источники на иностранном языке	317
	Интернет-сайты	318