Ахметов, Рустэм Рафгетович. Теория и методология обеспечения устойчивости финансового рынка : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.10 / Ахметов Рустэм Рафгетович; [Место защиты: Саратовский государственный социально-экономический университет].- Саратов, 2011.- 387 с.: ил.

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Теоретико-методологические основы исследования содержания и регулирования финансовых рынков 15**

1.1. Содержание и структура современных финансовых рынков 15

1.2. Финансовый рынок в системе финансовых отношений 34

1.3. Взаимосвязь между финансовыми рынками различных уровней 69

1.4. Теоретические основы регулирования финансового рынка 92

**2. Устойчивость финансовых рынков: теория и методология 108**

2.1. Финансовая глобализация как фактор и условие развития современных финансовых рынков 108

2.2. Содержание устойчивости финансового рынка 133

2.3. Финансовая конъюнктура как основа оценки устойчивости финансовых рынков 153

2.4. Методика оценки устойчивости финансовой системы национального и регионального уровней 172

**3. Финансовые кризисы и их влияние на устойчивость финансовых рынков 196**

3.3 .Теоретико-методологические финансовых кризисов 196

3.2. Особенности и формы проявления современного цикла воспроизводства 224

3.3.Взаимосвязь финансовых кризисов и экономического цикла 249

**4. Методология и стратегия регулирования национальных и региональных финансовых рынков276**

4.1.Развитие стратегии и механизма регулирования финансового рынка России 276

4.2. Совершенствование организации и методов регулирования финансовых рынков как способ повышения их устойчивости 308

Заключение 332

Литература 350

**Введение к работе**

Актуальность темы. Функционирование финансовых рынков в современном мире обеспечивает перелив капиталов, приток инвестиций, способствует осуществлению расчётов, формирует цены на важнейшие валюты и финансовые инструменты. Вместе с тем, роль финансового рынка не ограничивается функциями аккумуляции, распределения и перераспределения денежных ресурсов. В ходе его функционирования отражаются сложившиеся права собственности, зафиксированные в соответствующих контрактах, конкретные характеристики финансовых инструментов, формируется структура капитала корпораций.

С методологической точки зрения значение финансового рынка определяется взаимосвязью с реальной экономикой и тем влиянием, которое оказывает финансовый рынок на экономический рост и, в конечном счете, на уровень жизни людей. Однако размеры и сила влияния современных финансовых рынков в значительной степени обособили их функционирование и придали серьёзную специфическую значимость финансовым процессам. Объёмы капиталов, обращающихся на мировых финансовых рынках, столь велики, что превышают фундаментальные макроэкономические показатели многих стран мира. В период с 1980 по 2007 гг. мировые финансовые активы, включая акции, облигации и банковские вклады росли почти вчетверо быстрее, чем мировой ВВП. К 2007 г. их объём достиг максимума в 194 трлн долл., что составило 343% от объёма валового продукта. Такая мощь позволяет крупнейшим участникам финансовых рынков влиять на экономические, социальные и даже политические процессы в разных частях планеты. Но эта же мощь несёт собой и опасность. Она заключается в возрастании финансовой нестабильности, обострении проблемы финансовых кризисов. Финансовые кризисы и их последствия стали принимать массовый, эпидемический характер, охватывая по нескольку государств, регионов, а иногда и всё мировое хозяйство. В связи с этим очевидна необходимость изучения понятия и степени устойчивости финансового рынка. Положение усугубляется тем, что происходит ослабление эффекта государственного регулирования на всех уровнях: местном, национальном и международном (межнациональном). Неспособность или неэффективность действий правительств и государственных властей предотвращать и преодолевать финансовые потрясения вызывает необходимость координации их действий в рамках разнообразных интеграционных сообществ и международных финансовых организаций.

Актуальность углублённого изучения международных финансов обусловлена не только опасностью кризисов, но и интенсификацией процессов глобализации и интеграции финансовых рынков, развитием финансовой инфраструктуры на базе современных технологий. Глобализационные процессы особенно сильно проявились как раз в финансовой сфере. Финансовая глобализация усилила влияние международных рынков на проведение операций кредитования и заимствования субъектами хозяйствования различных стран. Это привело к росту международной сети финансовых институтов и международных корпораций, к повышению доли бизнеса, приходящегося на зарубежные страны, к широкому распространению новых финансовых инструментов и технологий с повышенным риском, и к фундаментальным изменениям в системе организации управления финансовыми потоками.

Наряду с интеграционными процессами в рамках глобализации, в мире происходит и регионализация, которая меняет расклад сил на мировой арене. Сочетание глобализации и регионализации вызывает необходимость исследования организации и регулирования не только мирового и национальных финансовых рынков, но и рынка на уровне региона. Эффективное и стабильное функционирование всех секторов регионального финансового рынка является основой нормальной работы промышленных предприятий. В то же время, региональный финансовый рынок тесно встроен в общую финансовую систему региона и зависимость его от общей экономической ситуации в регионе даже более сильная, чем та же зависимость на макроуровне.

Особое значение приобретают вопросы организации регулирования финансовых рынков. Значение регулирования обусловлено, главным образом, тем, что финансовый рынок - это сфера повышенной нестабильности. Финансовая политика на федеральном уровне определяет финансовую политику на региональном уровне в силу их взаимной зависимости. Федеральная региональная политика ставит основной целью укрепление единого социального и экономического пространства страны с помощью решения ряда задач, в том числе финансового и денежно-кредитного характера. На региональном уровне действуют иные механизмы взаимодействия рынка и регуляторов, поэтому здесь мы должны прибегать к другим приёмам воздействия на рынок, нежели на уровне общенациональном.

Степень разработанности проблемы. Финансовые рынки были предметом пристального изучения многих отечественных и зарубежных экономистов. Исследовались не только мировой и национальные рынки, но и региональные аспекты развития финансовых рынков и систем.

Теорию финансовых рынков развивали в своих трудах такие представители зарубежной экономической мысли, как: Е.Бем-Баверк, Л.Вальрас, С.Джевонс, К.Виксель, И.Фишер, А.Маршалл, Д.Кларк, Д.Кейнс, Й.Шумпетер, Д.Патинкин, Д.Хикс, Р.Клауэр, А.Лейонхувуд, Дж.Стиглиц, Ю.Фама, Дж.Мут и др.

Среди отечественных представителей в области теории финансов и финансовых рынков можно назвать С.В.Барулина, В.В.Булатова, Н.П.Воеводскую, А.Г.Грязнову, Л.А.Дробозину, В.Р.Евстигнеева, Е.Ф.Жукова, Я.М.Миркина, В.Родионову, М.В.Романовского, Б.М.Сабанти, Н.М.Сабитову, В.И.Самаруху, Я.В.Сергиенко, А.А.Суэтина, В.М.Усоскина, Л.Н.Федякину, Г.Г.Фетисова, О.В.Хмыз и других.

Вопросы теории региональных рынков и организации региональных финансов исследовались в трудах А.Вебера, У.Изарда, В.Кристаллера, А.Лёша, Й.фон Тюнена, О.Уильямсона, Р.Уэстерфилда, Г.Элиассона и др. В отечественной науке большой вклад в исследование вопросов региональных финансов и финансовых рынков внесли: И.В.Арженовский, Е.С.Бернштам, В.И.Бутов, А.Г.Гранберг, Г.В.Гутман, В.В.Климанов, Ю.А.Корчагин, В.В.Котилко, П.А.Минакир, Н.Н.Некрасов, А.С.Новосёлов, М.И.Яндиев, и др.

Большое место в работе занимают проблемы финансовой стабильности и финансовых кризисов. Среди зарубежных специалистов к наиболее крупным исследователям проблем устойчивости финансовых рынков и финансовых кризисов можно отнести Д.Тобина, Ч.Киндлебергера, Дж.Мида, Я.Тинбергена, Х.Мински, Д.Акерлофа, Р.Лукаса, Ф.Кидланда, Э.Прескотта, К.Эрроу, Ф.Мишкина, Дж.Сороса, Л.Клейна и ряд других.

Отечественные учёные, внесшие наибольший вклад в исследование проблем финансовой стабильности и кризисов: А.В.Аникин, Е.С.Варга, М.Г.Делягин, Л.Д.Долженкова, И.Доронин, А.Н.Илларионов, Н.Д.Кондратьев, Л.А.Мендельсон, Ф.Г.Пископпель, М.А.Портной, Б.Б.Рубцов, К.В.Рудый, И.А.Трахтенберг, Р.М.Энтов и др.

Несмотря на наличие серьёзных и глубоких трудов по поставленным проблемам, остаётся немало вопросов, изученных слабо или требующих уточнения и дополнительного анализа. Недостаточное внимание уделялось изучению механизма финансового рынка как такового, специфике проявления современных финансовых кризисов, связи финансовых кризисов с циклическими процессами и влиянии их на функционирование финансовых рынков, отражении процессов финансовой и экономической глобализации на уровне региональных финансовых систем и рынков.

Актуальность темы, степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цели и задачи исследования. Целью исследования явилась разработка теоретических и методологических основ устойчивости финансового рынка, а также стратегии и механизма регулирования финансовых рынков национального и регионального уровней с целью обеспечения их устойчивости.

Поставленная цель потребовала решения следующих задач:

- исследовать экономическое содержание и структуру финансовых рынков;

- определить место и значение финансовых рынков в финансовой системе страны и региона;

- раскрыть принципы и механизм связей и взаимодействия финансовых рынков различных уровней;

- теоретически обосновать подходы и принципы регулирования финансовых рынков;

- выявить основные черты и особенности процесса финансовой глобализации как условия, формирующего развитие финансовых рынков;

- определить экономическое содержание устойчивости финансовых рынков;

- изучить методологию и практические приёмы анализа и оценки финансовой конъюнктуры;

- разработать методику оценки степени устойчивости финансовой системы государства и региона;

- уточнить экономическое содержание и механизм финансового кризиса как формы проявления неустойчивости на финансовом рынке;

- исследовать финансовые аспекты симптомов и форм проявления современного цикла воспроизводства;

- исследовать взаимосвязь между финансовым кризисом и экономическим циклом;

- проанализировать развитие стратегии и механизма регулирования финансовых рынков в Российской Федерации;

- разработать организационную схему и модель функционирования и регулирования регионального финансового рынка.

Предметом исследования явилась совокупность экономических отношений, возникающих в процессе функционирования финансовых рынков, формирующих и определяющих уровень устойчивости самого рынка.

Объектом исследования выступили мировые, национальные и региональные финансовые рынки и их структурные элементы, а также деятельность национальных и межнациональных институтов и организаций по регулированию и обеспечению устойчивости финансовых рынков.

Теоретическая и методологическая основа исследования явились труды ведущих отечественных и зарубежных учёных в области теории финансов, финансовых рынков, финансовых и циклических кризисов, рыночного регулирования и региональной экономики.

Методология исследования основана на применении общенаучных и специальных методов познания, включающих научную абстракцию, исторический и логический анализ и синтез, принципы диалектики, системный и институциональный подходы, законы формальной логики. В ходе эмпирического исследования степени взаимосвязи финансовых рынков и циклической динамики использовались приёмы статистического и математического анализа, элементы экономико-математического моделирования.

Информационной базой исследования послужили данные Федеральной службы государственной статистики РФ, Министерства финансов РФ, Федерального казначейства, Банка России, Министерства экономического развития РФ, Федеральной службы по финансовым рынкам России, территориальных органов государственной статистики Поволжского федерального округа, зарубежных национальных и международных аналитических и статистических организаций и изданий (BEA, NBER, BIS, IMF, ФРС, ОЭСР и др.).

Научная новизна диссертационного исследования в целом состоит в разработке концепции обеспечения устойчивости финансового рынка в условиях развития процессов экономической и финансовой глобализации и повышения нестабильности мировых финансовых рынков. Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

1. Разработаны теоретические и методологические основы функционирования и взаимодействия финансовых рынков, в том числе:

- уточнено содержание понятия финансового рынка, его структуры и отдельных элементов в виде секторов и уровней с позиции сочетания денежных и инвестиционных свойств финансовых активов, обращающихся на рынке, и предложен авторский классификационный подход, позволяющий объединить монетарную, товарно-отраслевую и географическую структуру рынка;

- предложен подход к определению места финансового рынка как целостной категории в системе финансов на основе реализации и сочетания специфических функций, выполняемых финансовыми рынками, а также выявлена взаимосвязь этих функций с устойчивостью финансового рынка, в основе которой лежит зависимость финансового рынка от реальной (материальной) экономики;

- обоснован механизм взаимодействия различных секторов финансового рынка, основанный на горизонтальном и вертикальном единстве финансовых рынков; доказано, что преобладающими формами взаимосвязи являются вертикальное сближение контрагентов различных рынков, рынков денег и капитала, а также рост горизонтального перелива капиталов между различными секторами финансового рынка и всей экономики как отражение связи с реальным сектором общественного хозяйства;

- дополнены и развиты методологические подходы к регулированию финансового рынка: обеспечение единства реализации целей регулирования, модернизации конкретных задач регулирования, учёте фундаментальных свойств неустойчивого равновесия финансовых рынков, применение специфических инструментов регулирования.

2. Разработаны теоретико-методологические основы и методические приёмы оценки устойчивости финансового рынка, в том числе:

- раскрыты характер и степень влияния глобализации на функционирование и развитие финансовых рынков по четырём направлениям: финансовое (охватывает рост объёмов, ширины и глубины рынков), организационное (затрагивает изменения в структуре отдельных секторов рынка и роль финансовых институтов), управленческое (связано с изменением роли отдельных государств и межгосударственных организаций), информационное (подразумевает трансформацию информационного воздействия на общественное сознание);

- уточнено содержание понятия устойчивости финансового рынка как способности рынка поддерживать параметры его функционирования в определённых границах, позволяющих преодолевать конъюнктурные колебания, не вызывая при этом необходимости у экономических агентов менять свои цели в отношении инвестиций и сбережений;

- выдвинуто и обосновано положение о том, что в основе понимания уровня финансовой устойчивости лежит подход к трактовке финансового рынка как к нелинейной динамической системы, которая лишь частично может быть описана нелинейными дифференциальными уравнениями стохастического характера; доказано, что поскольку стохастические процессы с массовой вариацией неминуемо ведут к периодическому вырождению системы (переходят из порядка в хаос), существует потенциальная неизбежность кризисов в рамках рыночной финансовой системы;

- предложен авторский подход к оценке устойчивости финансовых рынков страны и региона, основанный на сочетании двух методов: методики оценки конъюнктуры финансовых рынков на основе индикаторов финансов макроэкономического уровня и индикаторов, описывающих денежно-кредитный и фондовый рынки и методики оценки устойчивости финансовой системы на основе совокупности показателей общенациональных и региональных финансов, которая позволяет сделать более полной оценку уровня устойчивости финансовой системы

3. Разработана теоретическая база финансовых кризисов во взаимосвязи с устойчивостью финансовых рынков, в том числе:

- раскрыт механизм и дано объяснение финансовому кризису как наиболее острой форме проявления финансовой нестабильности; при этом кризисный механизм объясняется на основе понимания финансового рынка как нелинейной динамической системы, находящейся под воздействием психологических факторов ожидания и рефлексивности;

- дано определение финансовому кризису как острому и глубокому расстройству функционирования основных составляющих финансовой системы, проявляющемуся в ухудшении большинства экономических показателей и нарушении финансовых пропорций;

- выявлены и обобщены изменения в формах проявления и симптомах экономического цикла, повлёкшие формирование циклической основы финансовых кризисов: синхронизация циклических фаз в различных странах и регионах мира, возрастание роли и значения финансового фактора, накопление избыточной ликвидности, вызвавшее рост финансовых пузырей в виде ценового перегрева, повышение неустойчивости мировой валютной системы;

- обоснована взаимосвязь между развитием экономического (циклического) кризиса и кризиса в финансовой сфере; сделан вывод о формировании финансового цикла в рамках общего цикла воспроизводства, принципиальной предпосылкой которого является современное устройство финансовых рынков в виде "финансовой пирамиды", которая характеризуется отрывом финансовых рынков от реальной экономической базы, периодическим раздуванием финансово-кредитных "пузырей".

4. Разработаны основы стратегии и финансовый механизм регулирования национальных и региональных финансовых рынков, направленные на обеспечение их устойчивости, в том числе:

- систематизированы и дополнены базовые положения стратегии регулирования различных секторов финансового рынка с учётом необходимости повышения его устойчивости, в частности, стабилизация банковского сектора в аспекте противостояния финансовому кризису, проведение структурных реформ, нацеленных на послекризисное развитие банковского рынка, формирование концепции развития фондового рынка, учитывающей методологию оценки устойчивости финансового рынка в целом;

- сформулированы задачи и предложен инструментарий для реализации стратегических целей регулирования на денежно-кредитном и фондовом рынках, в числе которых выделены: активизация системы рефинансирования коммерческих банков, внедрение норм Базельских соглашений, реализация более содержательного и строгого банковского надзора, учёт конъюнктурных и структурных изменений, произошедших в течение кризиса, учёт влияния процессов секьюритизации финансовых активов и развития производных инструментов на уровень устойчивости рынка ценных бумаг;

- предложена организационная схема функционирования и регулирования денежных потоков регионального финансового рынка, в основе которой лежит баланс денежных потоков между институциональными субъектами рынка (населением, нефинансовыми корпорациями, кредитными организациями, правительством субъекта Федерации), а степень устойчивости определяется наличием и величиной дисбалансов потоков между участниками.

Теоретическая и практическая значимость исследования. Теоретическая значимость заключается в разработке теоретических и методологических основ функционирования, обеспечения устойчивости и стратегии регулирования финансовых рынков. Анализ степени устойчивости финансового рынка проведён на фоне развития мирового экономического и финансового кризиса, что позволило сделать важные теоретические обобщения, касающиеся взаимосвязи финансового кризиса и экономического цикла.

Практическое значимость работы состоит в том, что полученные результаты, предложенные методологические подходы и методические разработки могут быть использованы в деятельности государственных и региональных органов управления экономикой для прогнозирования степени устойчивости финансовых рынков и оценки уровня финансовой устойчивости экономики региона. Практическая реализация региональной модели регулирования финансовых рынков позволит дополнить имеющийся контроль над стабильностью движения денежных потоков и функционированием региональных финансовых рынков.

Апробация работы. Полученные в ходе исследования результаты докладывались автором на научных и научно-практических конференциях: международных (Казань 1995, 2005, Уфа 2001, Санкт-Петербург 2007, 2009, 2010); всероссийских (Казань 2000, 2002, 2006), республиканских и вузовских (Казань 1999, 2000, 2001, 2003, 2004, 2008, 2009, 2010). Основные положения и выводы диссертации использовались в Академии управления "ТИСБИ" (г. Казань) в Казанском государственном финансово-экономическом институте (КГФЭИ) при разработке учебных программ по дисциплинам: "Финансовый менеджмент", "Финансы организаций", "Управление корпоративными финансами".

Отдельные научно-прикладные результаты диссертационного исследования в виде методики оценки финансовой устойчивости региона применялись в Министерстве экономики Республики Татарстан. Имеются справки о внедрении.

## Финансовый рынок в системе финансовых отношений

Полноценное изучение современного состояния и перспектив развития финансовых рынков, а тем более проблем их устойчивости невозможно без анализа истории исследования вопроса. Проблема оценки устойчивости и организации регулирования финансового рынка сравнительно новая в отечественных и зарубежных исследованиях. Поэтому для определения и чёткого обозначения методологических и методических основ исследования необходимо рассмотрение основных теоретических направлений, затрагивающих теорию финансовых рынков. При этом следует разделить общенациональный и региональный аспект определения места финансового рынка.

Финансовая наука рождалась и развивалась как общегосударственная наука, причём наука макроэкономическая. Налоги и денежное хозяйство, торговля и кредит - вот области финансов, которых касались и меркантилисты, и физиократы, и основатели классической политэкономии -А.Смит, Д.Рикардо - и многие другие представители ведущих экономических направлений. В основе классических концепций лежит, как известно требование невмешательства государства в экономику, и уверенность в неотвратимости установления равновесия через действие объективных рыночных механизмов.

До XX века в развитии теории финансов не выделялись проблемы финансовых рынков как таковых. Теория финансов в экономической науке развивалась поначалу как теория государственных финансов и финансовой политики государства. Одновременно основные течения и ведущие экономисты включали в сферу своего анализа различные аспекты теории денег и макроэкономического денежного равновесия. Это было связано с тем, что финансовые рынки до середины ХХв. были развиты относительно слабо и занимали весьма скромное место в общеэкономическом устройстве страны. Содержание и особенности функционирования финансовых рынков рассматривалось преимущественно через процентную, денежную и кредитную составляющие воспроизводственного механизма экономики.

Наиболее активно вопросы, связанные с ролью капитала, процента и денег, стали изучаться в ходе и после маржиналистской революции в экономической мысли. Е.Бем-Баверк внёс значительный вклад в понимание категории процента, играющего огромную роль на финансовых рынках. Л.Вальрас рассматривал проблему включения денег в созданную им модель общего равновесия. Функция денег у Вальраса состоит в синхронизации платежей в условиях неопределённости. Если бы сделки на рынке заключались после определения равновесных цен без усилий со стороны индивидов, то есть по существу, исключая фактор неопределенности, то запасы денег были бы излишними. Поэтому Вальрас предложил рассматривать деньги как страховой запас. Понимая, что в рамках модели общего равновесия процесс накопления и развития проанализировать до конца невозможно, неоклассики (С.Джевонс, К.Виксель, И.Фишер, А.Маршалл, Дж.Кларк) активно стремились при анализе капитала и процента ввести в рассмотрение фактор времени и неопределённости.

В наиболее полном виде теория капитала, процента и денег получила развитие у Й.Шумпетера и И.Фишера. Они переосмыслили категорию капитала, понимая под ним не актив или средства производства, а дисконтированный поток дохода или, говоря иначе, элемент богатства, приносящий его владельцу регулярный доход. Возникает проблема временного выбора потребителей и производителей, зависящая от ставки процента. В анализ общего равновесия на рынке был привнесён рынок ссудного капитала с процентом на него. Высота процентной ставки определяется сопоставлением межвременных выборов потребителей и производителей. Другое понимание процента (Маршалл, Кларк) сводится к тому, что это своего рода плата за общее повышение эффективности экономики благодаря улучшению отраслевой структуры путём перелива ресурсов. В результате система общего равновесия, выведенная Вальрасом, дополнялась уравнением спроса и предложения на ссудный капитал и ещё одной ценой - процентом.

Другая важнейшая сторона неоклассического анализа основ финансового рынка - развитие теории денег. Высшим достижением здесь считается количественная теория денег И.Фишера (Фишера - Маршалла). В этой теории очевиден разрыв с представлениями о том, что ценность денег должна быть привязана к ценности денежного материала. Золото, хотя и выполняло функции денег на определённой стадии развития, но не ценность золота как товара определяло его ценность в качестве денег. В соответствии с этим деньги вовсе необязательно должны иметь какую-то иную ценность, отличную от их ценности в качестве денег. Из этого Фишер и Маршалл делают заключение, что «увеличение количества денег в стране не увеличивает общего объёма услуг, которые эти деньги оказывают».22

Вторым важным для развития теории финансовых рынков моментом явилось отделение проблемы формирования общего уровня денежных цен от проблемы формирования относительных цен. В представлении неоклассической количественной теории относительные (индивидуальные) цены на товары и услуги формируются под влиянием спроса и предложения на реальном рынке, на которые накладывается количество денег во всей экономике, определяющее уровень этих цен в денежном выражении.

Ещё большее развитие неоклассическая денежная теория получила в модели Д.Патинкина, о которой упоминалось выше (см. 1.1). Деньги у Патинкина воздействуют на состояние других рынков через эффект реальных кассовых остатков. Этот эффект проявляется в стихийной реакции потребительского спроса на переоценку денежных активов, происходящую под влиянием изменений общего уровня цен. Деньги, таким образом, выполняют роль не только механизма, движущего обмен товаров и услуг, но и роль запаса, своего рода, самостоятельного страхового фонда. Это позволило включить денежные уравнения в вальрасовскую модель и подкорректировать её. Получалось, что хозяйственные агенты вынуждены реагировать не только на объём и цены товаров, но и на отклонения фактических остатков денег от желаемого уровня, то есть на реальную стоимость кассовых остатков (покупательную силу денег с учётом изменения цен). Именно здесь и проходит канал влияния денег на функционирование хозяйственного механизма.

Ещё раньше в этом же направлении проводили исследования К.Виксель и И.Фишер. И хотя их позиции отличались как друг от друга, так и от точек зрения Д.Патинкина и Д.Хикса, был сделан значительный шаг в направлении, объединяющем автономное функционирование денег и финансовых рынков в форме квазиденежных активов.

Определённое место в формировании теории финансовых рынков занимает развитие марксистского научного направления. К.Маркс строит анализ форм капитала на основе историко-генетического подхода. Он рассматривает индивидуальные капиталы, как части общественного. Предмет капитала изучается с логической точки зрения, в аспекте категорий целого и части. При этом сначала исследуется индивидуальный капитал как промышленный капитал, приносящий прибыль (прибавочную стоимость). Отношения индивидуальных капиталов представляется на первых этапах анализа внешним.

Однако частей без целого не может быть. Общественный капитал (в частности, финансовый рынок как составная часть капиталистической экономики) представлялся суммой индивидуальных капиталов. Но Маркс не сводит целое к его частям, ибо части ещё не есть целое. Индивидуальные капиталы выступают как части лишь в отношении к общественному капиталу. Таким образом, части и целое (индивидуальные капиталы и весь рынок) самостоятельны по отношению друг к другу и одновременно, части есть части лишь в целом, а целое есть только в частях, то есть части и целое взаимообусловлены. Это справедливо и по отношению к финансовым рынкам как части всей финансовой и экономической системы.

Д.Кейнс и посткейнсианская традиция (Р.Харрод, Э.Хансен, Д.Хикс, Р.Клауэр, А.Лейонхувуд) дополнили кредитно-денежную модель положением о предпочтении ликвидности, показывающем «насколько должна упасть норма процента для того, чтобы дополнительное количество денег могло быть поглощено теми, кто хочет хранить наличность».23 Этим обосновывается то, что спрос на деньги связан не только с ценами на товары, но и со спросом на финансовые активы, в частности, на облигации. Возросшая роль облигаций позволяет перейти в дальнейшем к возможности портфельного выбора (Дж.Тобин). Спрос на деньги как на потребительский товар (в нормальных условиях) является одним из элементов общего выбора «портфельных активов», в основе которого лежит сравнение непосредственных выгод, получаемых от инвестирования денег, и риска утраты ликвидности. Как пишет Д.Хикс, «правильный способ анализа спроса на деньги состоит в том, чтобы относиться к нему ... как к спросу на ценные бумаги ...»2А

## Финансовая глобализация как фактор и условие развития современных финансовых рынков

Выше мы говорили, что финансовый рынок в своей основе - это денежный рынок. В связи с этим первый и основной методологический принцип анализа финансового рынка - функциональный. Он связан с изучением функций денег и капитала, их изменениями в современном мире, динамикой предложения и спроса на деньги и капитал. Другой принцип -структурный, касающийся структуры финансовых рынков. Эти два принципа можно, на наш взгляд, объединить в один общий - структурно-функциональный.

Вопросы функционального и структурного развития финансовых рынков являются центральными для характеристики и изучения процессов, происходящих сейчас. Определяющим явлением среди факторов развития финансовых рынков выступает глобализация мировой экономики. Глобализация оказывает влияние на функции денег и капитала, видоизменяя и модернизируя их. Она воздействует и на институциональную структуру финансовых рынков, на их темпы развития и конъюнктуру. Глобализация влияет и на географию и региональное размещение финансовых рынков.

Среди определений глобализации нет большого содержательного разнообразия. Выделяя различные стороны процесса, большинство учёных сходятся во мнении относительно его сущности. По мнению Ю.Шишкова «глобализация представляет собой новую, более продвинутую стадию развития давно известного процесса интернационализации различных аспектов общественной жизни: экономических, политических, культурных и т.п.». «Под глобализацией ... обычно понимают свободное движение между странами товаров и факторов производства», - отмечает С.Мицек. Такое определение больше отвечает понятию интернационализации. Но дело в том, что глобализация и является продолжением процессов интернационализации и интеграции мировой экономики на новом этапе. Это подтверждается и тем, что глобализация началась не в последние 2-3 десятилетия, а на рубеже XIX XX веков. Именно тогда, по мнению С.Мицека, начался рост мировой торговли, движение международного капитала и миграция рабочей силы. Непосредственная связь глобализации с интернационализацией отмечается и у Н.Загладина: «Под глобализацией следует понимать новый этап мирового развития, характеризующийся резким ускорением темпов интернационализации всех сфер общественной жизни ... »83

Приведём некоторые из других определений. «Глобализация характеризуется увеличением потока товаров, услуг, капиталов, информации, рабочей силы через национальные границы, что приводит к слиянию соответствующих рынков», - указывает К.Рудый. Польский экономист Г.Мосей подчёркивает в своём определении международный характер взаимосвязей и зависимостей, порождаемых глобализацией: «Глобализация создаёт такой порядок, когда структура производства и финансов различных стран становится взаимосвязанной. Процесс сопровождается ростом числа заграничных транзакций, а эффектом является новое международное разделение труда, в котором создание национального богатства во всё большей степени зависит от экономических субъектов других стран».

Как видно из этих определений, во всех из них имеются общие черты -углубление международных связей, усиление товарных и денежных потоков между странами. Таким образом, экономическую глобализацию можно, на наш взгляд, определить как постоянно растущее расширение и углубление международных связей в сфере производства, обращения, финансов, инвестиций и новых технологий.

К настоящему времени сформировалась новая обширная область междисциплинарных знаний - глобалистика, где термин «глобализация» употребляется для характеристики процессов планетарного масштаба в области экономики, политики, культуры, экологии и других форм общественной жизни, которые носят всеобщий характер и затрагивают интересы всего мирового сообщества.

Количественно глобализация хозяйственной жизни находит выражение в опережающих темпах роста международного обмена товарами, услугами и капиталом по сравнению с ростом производства. Качественная сторона нарастающей глобализации - усиление взаимосвязей между национальными хозяйствами.

В этом отношении показательны характерные черты глобализации, отмечаемые разными авторами. Весьма интересный и глубокий анализ процессов глобализации мировой экономики был дан на Байкальском Экономическом Форуме в 2001 году. В материалах Форума выделялись следующие определяющие черты глобализации. Во-первых, - это формирование глобальной экономической системы, то есть всё большее расширение и углубление международных связей в сфере производства и обращения, финансов, инвестиций и новых технологий. Основой такого расширения и углубления связей выступает развитие информационных и телекоммуникационных технологий.

Во-вторых, - это нарастание неустойчивости и неравномерности развития мира в целом из-за увеличивающегося разрыва в уровне и качестве жизни между странами, усиление межстрановой конкуренции при одновременном снижении эффективности прежних механизмов государственного регулирования экономики и контроля над финансовыми потоками.

В-третьих, это усиление тенденции к универсализации цивилизационных и культурных параметров стран.

В-четвёртых, глобализация - это реализация стремления человека к максимальному увеличению своей свободы от обстоятельств окружающего мира, выход социально-экономической деятельности человека за пределы государственных границ.

Из этих характеристик чисто экономическими являются лишь две первые. Они же касаются и проблем развития мировых финансовых рынков. Здесь мы подходим к тому аспекту глобализации, который непосредственно связан с предметом нашего исследования: глобализации международных финансовых рынков и рынков капиталов или, проще говоря, финансовой глобализации.

Финансовая глобализация является важнейшей составляющей экономической глобализации. Она характеризуется серьезными изменениями в мировых финансах, введением новаторских методов организации и управления финансовыми ресурсами. В результате финансовой глобализации капитал приобрел значительную мобильность, перетекая по всему миру к самым привлекательным и более выгодным возможностям приложения. Характер операций участников глобального рынка с диверсификацией активов и пассивов по странам и регионам, наличием широкой сети представительств, филиалов и дочерних организаций за рубежом уже не позволяет отождествлять их только со страной национальной принадлежности. Финансовая глобализация усилила влияние международных рынков на осуществление операций кредитования и заимствования резидентами различных стран, что привело к росту международной сети финансовых институтов и корпораций, к повышению доли бизнеса, приходящейся на зарубежные страны, и к фундаментальным изменениям в их системах организации управления финансовыми потоками.

Финансовая сфера претендует на роль безусловного лидера экономической глобализации. Зачастую само понятие глобализации воспринимается как широкое распространение и охват, прежде всего, финансовых инструментов и рынков. Доступность средств финансового рынка любому его участнику в любой точке Земного шара ведёт, в понимании многих, к порождению нового финансового мира без границ, где мощь биржевиков и управляющих денежными фондами затмит власть центральных банков и политиков.

Показателем уровня развития глобализации финансов может служить капитал, функционирующий за пределами стран происхождения в объёме накопленных иностранных активов, прямых и портфельных инвестиций. За 9 лет (1999-2007гг.) общие потоки (притоки и оттоки) прямых иностранных инвестиций, выраженные в долларах США, выросли во всём мире в 2,1 раза, портфельных инвестиций - в 2,8 раза, всех видов капитала - в 4,9 раза.

## Особенности и формы проявления современного цикла воспроизводства

Экономический цикл воспроизводства в классическом виде включает в себя четыре фазы: кризис, депрессия, оживление, подъём. Определяющую, так сказать, циклообразующую роль играет кризис. Особенности механизма формирования и форм протекания каждого кризиса в решающей степени влияют на механизм и формы проявления всех последующих фаз цикла и его общих черт - продолжительности, синхронности, особенностей движения промышленного производства, капитальных вложений, цен и т.д.

Сначала очертим круг факторов и явлений, оказывавших наибольшее влияние на циклическое развитие в 1970-80-е гг. К таковым следует отнести:

1. Одновременность или синхронность циклов и кризисов в развитых капиталистических странах, которую можно рассматривать как результат интернационализации производства.

2. Усиление неравномерности развития различных отраслей и секторов экономики как результат интенсификации в условиях научно-технической революции и структурной перестройки.

3. Ухудшение финансовых возможностей государства из-за инфляции.

Каждая из этих черт претерпела изменения за последующие 20 лет (1990-2000-е годы), кроме того, проявились новые особенности, связанные, прежде всего, с глобализацией и возрастанием роли финансовых рынков.

Существует точка зрения, что в период 90-х годов ХХв. синхронность мирового цикла была нарушена и ослаблена. Именно десинхронизацией мирового цикла была отчасти вызвана длительность подъёма в 1990-е -начала 2000-х годов (фактически на протяжении 16 лет - с 1992 по 2007 годы).

Действительно, если говорить о США при отсутствии международной финансовой подпитки финансирование экономического роста и дефицита платёжного баланса оказалось бы затруднительным, принимая во внимание низкий уровень процентных ставок и почти нулевую инфляцию. Слабость экономического роста в остальных странах в тот период обострила аппетит, как частных инвесторов, так и правительств на активы, номинируемые в долларах США. Это привело к притоку средств в экономику США и к росту курса национальной валюты страны.

Этим обосновывается вывод о том, что сохранение асинхронности оказывает понижательное воздействие на динамику показателей экономического роста в глобальном масштабе независимо от состояния основных макроэкономических параметров в отдельных странах. Вывод П.Бланке заслуживает внимания, но не является бесспорным. Дальнейшее развитие событий показало, что к середине 2000-х годов мировое развитие в значительной мере синхронизировалось. Немалую роль в этом сыграл фактор финансовой глобализации.

Но синхронизация не смягчила силы удара мирового экономического кризиса, а скорее наоборот усилила его. Начавшись в США, причём лишь в одной, отдельно взятой сфере ипотечного кредитования, кризис перекинулся на другие отрасли и страны и, в конце концов, быстро разросся до мировых масштабов. По некоторым оценкам, за 2 года кризиса (с середины 2007г. до середины 2009г.) потери мировой экономики составили более 10 трлн. долл. Из них половина - потери от финансового кризиса, т.е. убытки, понесённые в сфере финансовых рынков. Это касается, в первую очередь, кредитно-банковской сферы и фондовых рынков. Следовательно, в случае синхронного развития циклических фаз подъёмы происходят сильнее и приводят к большему экономическому росту, чем в периоды десинхронизации цикла. Но и спад в условиях синхронизации глубже и протекает с большим ущербом для экономики, чем в условиях асинхронных экономических связей.

Важнейшим фактором синхронизации цикла явилась, на наш взгляд, глобализация, прежде всего, финансовая. Это прослеживалось и ранее, в конце ХХв., и ещё больше - в последние 10-15 лет. Мир уже давно как бы разделён на две части: на одной стороне - страны с формирующимися рынками (Юго-Восточная Азия, Восточная Европа, Латинская Америка, Ближний Восток), характеризующиеся положительным сальдо платёжного и торгового балансов. На другой - дефицитность внешней торговли и платёжных балансов государств ОЭСР, что обусловлено бумом потребления, начавшимся ещё 30-40 лет назад. Темпы экономического роста стран первой группы, как известно, существенно выше, то есть, она медленно догоняет развитые страны. С другой стороны, вторая группа стран превосходит весь остальной мир по темпам роста финансовых рынков, по росту объёма задолженности, по темпам роста монетарных показателей. Это особенно наглядно на примере денежной системы США.

По оценкам, 350 млрд. из суммы в 560 млрд. наличных долларов, выпущенных в обращение в США в начале 2000-х годов, в том числе 25% всех купюр достоинством 100 долл., находится за пределами США. Значительная часть этой наличности обслуживает потребности в твёрдой валюте денежных систем развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Эти доллары означают фактически скрытый долг США перед остальным миром в дополнение к огромному официальному внешнему долгу. В меньшей степени это касается Европы и Японии.

Такая ситуация означает, что происходит, по сути дела, пространственное перемещение эпицентра глобального экономического роста. В то же время, в этой переориентации некоторыми специалистами уже в начале десятилетия угадывалась необходимость перестройки финансовой системы, да и всей мировой экономической архитектуры. Это касается, во-первых, места США в мировой экономике, во-вторых, видоизменения роли финансовых рынков. Одна из наиболее острых проблем хронического дефицита торговых и платёжных балансов США, а также бюджетного дефицита свидетельствует о зависимости экономики страны от её места, прежде всего, в мировом хозяйстве.

Глобализация мировой экономики привела к формированию и быстрому «раздуванию» спекулятивно-финансового «пузыря» сначала на рынке США, затем во всём мире. В течение 10-12 лет (1995-2006гг.) цены на акции на рынке США росли с феноменальной скоростью 23-25% в год (за исключением 2001г.) Между тем рост прибыли корпораций в этот период замедлился и значительно уступал росту цен на финансовые активы - 2-3% ежегодно.

Содержание рыночных пузырей сводилось, по существу, к искажённой, завышенной оценке различных видов активов. Подобные пузыри формировались на рынках недвижимости, ценных бумаг, некоторых видов сырья и др. Считается, что одной из основных причин образования пузырей явилась чрезмерная кредитная экспансия, приведшая к избыточной ликвидности. «Дешёвые» деньги, неизбежно принимающие форму облегчённых кредитов, - не просто аномалия глобального рынка, но один из важнейших факторов увеличения непродуктивного спроса на финансовые активы и возрастания их стоимости».

Дополнительным условием раздувания пузыря явилось развитие новых финансовых, особенно производных, инструментов. Считалось, что они позволяют снизить риски, распределяя их среди инвесторов и обеспечивая более точную оценку стоимости. На мировом биржевом срочном рынке в 2007г. было заключено около 16 млн. контрактов на общую сумму более, чем в полквадриллиона (1015) долларов США. Для сравнения: в 2000г. было заключено 2280 млн. контрактов, т.е. в 7 раз меньше. На деле использование производных инструментов фактически привело к маскировке рисков, связанных, в частности, с низким качеством субстандартных ипотечных кредитов и к их непрозрачному распределению среди широкого круга инвесторов. Структура производных инструментов стала сложной и непрозрачной, оценить реальную стоимость портфелей финансовых компаний и банков оказалось практически невозможным.

В основе формирования «пузыря» лежал наряду с эмиссией деривативов процесс секьюритизации долгов (активов). Секьюритизация представляла собой способ финансирования, состоящий в продаже потока будущих доходов, которые капитализируются и превращаются в высоколиквидные и теоретически надёжные финансовые инструменты. Секьюритизация считалась средством разделения рисков между бизнесом и инвесторами, нашедшим даже теоретическое обоснование. Банки получали выгоду от предоставления займов, не отражая их в балансе.

## Совершенствование организации и методов регулирования финансовых рынков как способ повышения их устойчивости

В первой части работы мы пришли к выводу о необходимости распространения определённых элементов системной организации и регулирования на финансовые рынки регионального уровня. Эта необходимость на практике имеет двоякую обусловленность. С одной стороны, она вызвана особенностями развития самих региональных экономик. К началу 2000-х годов различие между объёмом ВВП на душу населения в разных регионах России достигало 18 раз, в доходах на душу населения - 40 раз. В странах Евросоюза последний показатель составлял лишь 8 раз.

Стояла задача сблизить регионы, отличавшиеся друг от друга в сорок раз. Обсуждать возможность этого не входит в нашу задачу, поэтому мы не будем втягиваться в полемику реальности и путей решения этой задачи. Но следует признать, что место региональной политики в общей экономической стратегии страны определяется возрастанием значимости региональной экономики. Регионы всё более превращаются в самостоятельные экономические образования, функционирующие на основе саморегулируемости. Чтобы учесть влияние территориально-производственных факторов на хозяйственную деятельность, государству необходимо эффективная региональная политика.

С другой стороны, региональные финансы всё больше оказываются встроенными в процесс мировой финансовой глобализации и, соответственно, подверженными финансовым и циклическим кризисам и другим международным потрясениям. Глобализация мировой системы хозяйства обострила проблемы мультивалютное и «десуверенизации» монетарных властей. Отсутствие единой валюты и единого центра монетарной политики в глобальной финансовой системе порождает неустойчивость и неравновесие обменных курсов валют. Национальные и региональные власти вынуждены отказаться от идей и попыток относительно безграничных возможностей и эффективности административного и, главное, сугубо индивидуального, «независимого» управления денежно-кредитной и валютной системой. Как указывает Г.Фетисов, «рассмотрение экономики как «точечного» объекта не позволяет понять многие насущные проблемы развития банковского сектора (а также других секторов финансового рынка -авт.) ... Рассмотрение её как пространственно организованного объекта приводит к необходимости модификации многих мер монетарной политики и монетарного регулирования ...». Указанная необходимость рассмотрения финансовых процессов и явлений как пространственно-организованных объектов выражается, с одной стороны, в учёте региональной фрагментации финансовых рынков в России. С другой стороны, это проявляется в росте межгосударственных совместных усилий в области регулирования финансовых рынков.

В свете всего сказанного возникает проблема целей регулирования региональных финансовых рынков со стороны местных и национальных монетарных властей. Выше мы давали обоснование цели развития и направления движения рыночной системы, а также характеристику механизма саморегулирования финансового рынка. Особенные причины и цели регулирования существуют на региональных финансовых рынках. Во-первых, большое значение имеет региональная фрагментация российского финансового рынка. Напомним, что она выражается, с одной стороны, в сильном различии уровней экономического и социального развития между регионами. С другой, - в сильной концентрации финансовых и кредитно-денежных ресурсов в Москве и Московской области, отчасти, Санкт-Петербурге, и резком отставании всех прочих российских регионов.

В результате такой регионализации сами по себе региональные и местные власти в финансовом отношении довольно слабы и лишь немногие из них способны поддерживать финансовую стабильность на внутреннем рынке региона. В то же время, имеется и обратная зависимость. Весь национальный рынок в целом сильно и непосредственно зависит от благополучия и устойчивого развития региональных рынков. Это касается, в первую очередь, наиболее развитых и устойчивых регионов, к которым относится и Татарстан, но, в общем, относится ко всем, так как причины этого кроются в той же регионализации финансовых рынков страны.

Наиболее передовые региональные рынки обеспечивают выравнивание уровня рисков на финансовых рынках страны. Такое выравнивание обеспечивается за счёт более развитых банковских систем в этих регионах; более развитой сети финансовых и инвестиционных компаний, оперирующих на фондовых рынках; большей инвестиционной и кредитной привлекательности передовых регионов; наконец, за счёт более высокого платёжеспособного спроса населения в этих регионах.

Сравнение семи субъектов федерации Приволжского федерального округа по количеству и уровню развития и объёмам деятельности кредитных организаций демонстрирует серьёзные отличия передовых регионов -республики Башкортостан и Татарстан, Самарская и Нижегородская области - и относительно отстающих - Кировская область, республики Марий-Эл и Чувашия (см. табл.43). Так, доля в количестве от общего числа кредитных организаций в округе колебалась от 0,7% до 19,0% (Марий-Эл и Татарстан соответственно), доля в общем объёме депозитов от 1,2% в Марийской республике до 17% в Самарской области, в объёме выданных кредитов от 0,86% у Марий-Эл до 22,2% у РТ. Разница в долях колебалась в десятки раз -от 15 до 25 и более раз.

Вторая позиция, которая обеспечивала ведущим регионам большое преимущество на финансовых рынках - развитая сеть финансовых институтов на фондовом рынке - финансовых и инвестиционных компаний. Так, в Казани действует порядка 10 финансовых и инвестиционных компаний только внутреннего (республиканского) происхождения. Кроме того, есть филиалы крупных московских, таких как «Тройка-Диалог», «Солид», инвестиционные подразделения крупных банков. В Марийской республике действует всего 2 инвестиционные компании, из которых операциями с ценными бумагами занимается лишь одна.

В целом, надо признать, что региональные фондовые рынки не выполняют в полном объёме тех функций, которые на них возложены их содержанием. Это касается не только регионов-реципиентов, но и регионов-доноров. Одной из важнейших функций регулирования на региональном уровне выступает обеспечение условий привлечения инвестиций в экономику региона из различных источников путём создания оптимальной инфраструктуры и системы гарантий, обеспечивающих стабильное развитие регионального рынка ценных бумаг, его взаимодействие с национальным фондовым рынком. Эта функция является одной из самых сложно реализуемых, так как требует не просто институциональные или организационные решения, но постоянной кропотливой деятельности со стороны регулирующих и законодательных органов. Не до конца полноценно выполняются и некоторые другие функции: анализ состояния регионального рынка ценных бумаг, рассмотрение обращений граждан и физических лиц по вопросам рынка ценных бумаг и некоторые другие.