Рубцов Борис Борисович. Мировые фондовые рынки (Проблемы и тенденции развития) : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10, 08.00.14 : Москва, 2000 440 c. РГБ ОД, 71:01-8/276-7

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1 Место фондовых рынков в современной экономике: вопросы методологии и постановка проблем исследования 18

1.1 О некоторых дефинициях 18

1.2 Фондовые рынки в системе финансовых рынков 29

1.3 Глобализация экономики и фондовые рынки 36

Глава 2 Масштабы, структура, динамика и роль фондовых рынков в экономике различных стран

2.1 Объемы, структура, динамика фондовых рынков и их место в системе финансовых рынков 39

2.1.1 Общая характеристика 39

2.1.2 Акции 42

2.1.3 Долговые инструменты 76

2.1.4 Векселя и коммерческие бумаги 80

2.1.5 Производные финансовые инструменты 85

2.2 Роль фондовых рынков в экономике различных стран мира 88

2.2.1 Долгосрочное финансирование хозяйства 90

2.2.2 Краткосрочное финансирование хозяйства 96

2.2.3 Банковский кредит и эмиссия долговых инструментов 97

2.2.4 Финансирование государства 101

2.2.5 Страхование ценовых рисков и фондовый рынок ЮЗ

2.3 Доходность различных финансовых инструментов 105

Глава 3 Изменения в структуре участников фондового рынка . . . . ПО

3.1 Эмитенты

3.2 Инвесторы на фондовом рынке 118

3.3 Приватизация и фондовый рынок 143

3 4 Виды профессиональных посредников на фондовом рынке: анализ практики различных стран мира

3.4.1 К вопросу о классификации финансовых посредников. ... 151

3.4.2 Направления эволюции финансовых посредников 163

3.4.3 Особенности развития инвестиционных банков (инвестиционного банковского дела)..

Глава 4 Основные тенденции в развитии фондовых бирж 183

4.1 Количественные характеристики фондовых бирж 183

4.2 Организационное устройство фондовых бирж .... 204

4.3 Изменения в торговых системах фондовых бирж 212

4.4 Перспективы развития фондовых бирж в свете появления новых организаторов торговли и Интернет

4.5 Изменения в системах урегулирования расчетов 236

Глава 5 Процессы интернационализации и фондовые рынки 241

5.1 Интернационализация рынков капитала 241

5.2 Экспорт капитала и фондовый рынок 249

5.3 Масштабы и способы привлечения финансовых ресурсов на международном рынке

5.4 Рынок еврооблигаций как основной элемент международного рынка ценных бумаг 264

5.5 Кризисы на мировых фондовых рынках 279

Глава 6 Проблемы регулирования фондового рынка 304

6.1 Общие цели и принципы регулирования фондовых рынков 304

6.2 Система регулирования фондового рынка США 313

6.2.1.Из истории регулирования рынка ценных бумаг 314

6.2.2 Основные законы о ценных бумагах 321

6.2.3 Комиссия по ценным бумагам и биржам 334

6.2.4 Роль НАСД и фондовых бирж как регуляторов рынка 340

6.2.5 Особенности банковского регулирования 343

6.3 Системы регулирования фондового рынка в странах ЕС 35

6.4 Системы регулирования в прочих странах

6.5 Международное сотрудничество в сфере регулирования фондовых рынков

Заключение 389

Литература 407

Приложения

Приложение 1. Основные показатели мировой экономики 424

Приложение 2. Экономическая классификация стран и территорий мира

Международного Валютного Фонда

Приложение 3. Доля трех основных групп стран в совокупном мировом ВВП, экспорте и населении, 1998 г

Приложение 4. Характеристика основных обобщающих источников статистической информации по мировым фондовым рынкам

Приложение 5. Величина активов домашних хозяйств и бесприбыльных организаций США, млрд. долл

Приложение 6. Основные показатели рынков акций: общая доходность, цена/прибыль, текущая (дивидендная) доходность

Приложение 7. Задолженность по долговым ценным бумагам, млрд.долл., 1997,1998 гг. Приложение 8. Соотношение доходности и риска по американским инвестициям, 1976- Приложение 9. Международная диверсификация активов институциональных

инвесторов, 1996

Приложение 10. Выручка от приватизации, млрд.долл., 1990-1998 гг 437

Приложение 11. Активы финансовой системы США 1970-1998 гг 438

Приложение 12. Динамика прямых зарубежных инвестиций, страны ОЭСР, млн. долл. . 439

Приложение 13. Динамика портфельных инвестиций, ведущие страны ОЭСР, млн. долл. 440

**Введение к работе**

Актуальность темы. Одной из особенностей развития мировой экономики в последней четверти XX в. стало возрастание роли фондового рынка, который приобрел ведущее значение в системе финансовых рынков. В настоящее время в ценных бумагах воплощена большая часть финансовых активов развитых стран мира.

Глубокие изменения произошли в институциональной структуре фондовых рынков, неизмеримо увеличилось разнообразие их инструментов. Начиная с 80-х годов во всех развитых странах в рамках общих процессов либерализации экономики произошло дерегулирование финансовых, и в том числе фондовых, рынков: упразднен контроль над процентными ставками; устраняются барьеры на пути движения капитала между странами, отменяются ограничения на совмещение различных видов профессиональной деятельности на финансовом рынке.

Серьезные изменения в организационную структуру рынка внесло внедрение новых систем связи и вычислительной техники. Наиболее зримо это проявляется в торговых системах фондовых бирж. На большинстве из них в настоящее время отсутствует основной в прошлом элемент биржевых торгов -торговый зал, уступив место компьютерам. Перевод фондовых бирж на компьютерную торговлю создал технологическую основу для немыслимого в прошлом слияния организаторов торговли из разных стран и образования межнациональных бирж.

Революционное воздействие на финансовые рынки оказала компьютерная сеть Интернет, которая позволила включить в процесс глобального инвестирования миллионы людей, сделав для них доступными операции, которые прежде могли осуществляться только профессиональными организациями.

Одним из важнейших экономических явлений последнего десятилетия стала глобализация мировой экономики, проявляющаяся в финансовой сфере наиболее заметно. Глобализация усилила подвижность и неустойчивость финансовых систем, в первую очередь стран с формирующимися рынками, что ярко продемонстрировал азиатский кризис 1997-1998 гг. Очевидно, что глобализация, будучи объективным процессом, увеличивающим экономическую эффективность на общемировом уровне, может оказать и негативное воздействие на отдельные страны, что необходимо учитывать при разработке экономической политики.

В прошлом фондовый рынок, фондовая биржа нередко являлись олицетворением спекуляции, обмана и средоточия пороков, имманентных капиталистическому способу производству на его ранней стадии развития. В настоящее время на фондовом рынке действуют очень жесткие правила торговли, которые поддерживаются как самими профессиональными участниками, так и органами государственного регулирования. В последние годы наблюдается тенденция ужесточения регулирования и координации действий национальных регулятивных органов как в рамках региональных объединений, прежде всего ЕС, так и в мировом масштабе. Все эти процессы требуют обобщения и теоретического анализа.

Создание российского фондового рынка, его институтов и нормативной базы основывается на колоссальном опыте, накопленном за столетия его развития во всем мире, что вполне естественно. Вместе с тем, зачастую заимствование происходит без четкого представления общих закономерностей развития данной сферы экономики, что связано, в частности, с отсутствием академических исследований в этой области.

Россия является частью мирового хозяйства. Степень ее "открытости" уже весьма велика и в дальнейшем, скорее всего, будет повышаться, а значит, состояние мирового финансового рынка будет все больше сказываться на финансовом рынке России. Это достаточно заметно проявилось в конце 1997 -начале 1998 гг., когда финансовый кризис в ряде стран Азии резко негативно отразился на российском фондовом рынке и на экономике в целом. А в августе 1998 г. Россия сама превратилась в эпицентр кризисных потрясений, волны от которого накрыли ряд стран Латинской Америки. И здесь, соответственно, тоже необходимо знание закономерностей развития и общей мировой ситуации на фондовом рынке как важнейшей составной части финансового рынка.

Степень разработанности проблемы. До 1990 г. отдельные аспекты проблем, связанных с фондовым рынком, затрагивались в работах экономистов-международников, занимавшихся изучением финансовых вопросов: Б.И. Алехина, А.В. Аникина, Э.Я. Брегеля, С.А.Былиняка, Т.Д.Валовой, B.C. Волынского, А.И. Динкевича, И.С. Королева, Л.Н. Красавиной, Б.Е.Ланина, Г.Г. Матюхина, В.М. Усоскина, М.А. Портного, Д.В. Смыслова, В.М. Соколинского, Г.П. Солюса, В.И. Суровцевой, В.В. Сущенко, Ю.С. Столярова, Вяч.Н. Шенаева, Вл.Н. Шенаева, Б.Г. Федорова, Л.И. Фрея, Е.С. Хесина, P.M. Энтова и других авторов. Не потеряли своей значимости фундаментальные работы академика И.А.Трахтенберга, написанные еще в довоенный период, в которых вопросам фондового рынка уделялось большое внимание.1 Специальная глава, посвященная фондовым биржам, содержалась в переведенном на русский язык учебнике профессора Эрвина Роде из ГДР. Тем не менее, можно констатировать, что фондовый рынок не был в центре внимания советских экономистов. За 1945-1990 гг. в СССР было опубликовано всего три специальные монографии по рынкам ценных бумаг.

Коренная смена экономической системы и переход к рыночной модели экономики в России способствовали резкому росту интереса отечественных исследователей к проблематике фондового рынка. Этот интерес обусловлен в первую очередь появлением и бурным (до 1998 г.) развитием российского фондового рынка. В 90-е годы в России изданы десятки книг и брошюр, посвященных ценным бумагам и фондовому рынку (наиболее значимые для данного исследования приведены в библиографии диссертации).

Вместе с тем, большая часть опубликованных работ либо посвящена какой-то одной проблеме (например, бухгалтерскому учету ценных бумаг, техническому анализу на рынке ценных бумаг) и носит сугубо прикладной характер, либо содержит описание конкретных финансовых инструментов (например, векселей, государственных ценных бумаг или производных ценных бумаг4), либо это учебники,5 рассчитанные на знакомство с базовыми понятиями рынка ценных бумаг, или переводы зарубежных, преимущественно американских, учебников по инвестициям и управлению портфелем ценных бумаг (многие из них носят фундаментальный характер и относятся к классике западной литературы, например, книги У.Шарпа, Р.Колба, Дж. Ван Хорна, Р.Брейли и С.Майерса 6).

Различным аспектам фондового рынка посвящены книги и статьи Б.И. Алехина, А.И. Басова, И.Л. Бубнова, А.И. Буренина, В.А. Белова, Д.Ю. Будакова, О.В. Буклемишева, А.П. Бычкова, В.А. Галанова, З.К. Голды, А.Д. Голубовича, И.А. Гусевой, В.Е. Грабарника, Ю.А. Данилова, В.И. Дегтяревой, И.В. Добашиной, СИ. Драчева, Е. Евстигнеева, Б.А. Жалнинского, Е.Ф. Жукова, О.А. Кандинской, А.А. Килячкова, А.В. Коланькова, В.В. Коланькова, В.И. Колесникова, А.А. Козлова, О.И.Лаврушина, О.И. Мартыновой, Я.С. Мелкумова, В.Д. Миловидова, Э.А. Уткина, И.Н. Платоновой, А.Радыгина, А.В. Семенкова, Е.В. Семенковой, Ю.С. Сизова, А.Ю. Симановского, Е.Б. Соломатина, Е.С. Стояновой, В.И. Таранкова, В.А. Тарачева, B.C. Торкановского, Л.П. Хабаровой, Л.А. Чалдаевой, А.С. Чеснокова, Б.М. Ческидова, Е.В.Чирковой, А.А. Эрлих, А.А. Фельдмана, А.Б. Фельдмана и др.

В центре внимания отечественных исследователей находится российский рынок. Работ, в которых проводился бы теоретический анализ общих тенденций развития мировых рынков ценных бумаг, в глобальном аспекте, по-прежнему мало.

Среди исследований 90-х годов, в которых затрагиваются общие проблемы развития мировых фондовых рынков, можно назвать книги Алехина Б.И., Алексеева М.Ю., Мусатова В.Т., Черникова Г.П.7 Но и они в основном преследовали цель познакомить с базовыми понятиями рынка ценных бумаг.

К числу специальных работ по близкой к нашему исследованию теме можно отнести книги Буклемишева О.В. и Михайлова Д.М. 8 Однако они опять же посвящены только одному, хотя и важному, сегменту рынка, причем в основном его инструментам.

Наиболее глубокое исследование фондового рынка и его инструментов проведено Я.М.Миркиным. В этой книге широко используются материалы по фондовым рынкам отдельных стран мира, автор анализирует как отечественный, так и мировой опыт. Тем не менее, в центре внимания находится российский рынок ценных бумаг: его инструменты, участники, проблемы развития, а также категории рынка ценных бумаг. В нашей работе основной акцент сделан именно на глобальные аспекты развития фондовых рынков.

В существующей в России литературе по фондовым рынкам последние рассматриваются в первую очередь с точки зрения инструментов, их видов и особенностей выпуска. При этом остается обойденным вопрос об их абсолютных и относительных масштабах, а также количественная соразмерность с другими финансовыми рынками.

Остается неизученным и вопрос об институциональном устройстве фондовых рынков. Фактически объектом исследования выступал только фондовый рынок США, серьезного анализа фондовых рынков других стран не проводилось.,0 Необходимо дать оценку изменений в "индустрии ценных бумаг", связанных с новой волной слияний и поглощений, произошедшей в конце 90-х годов, развитием Интернет, глобализацией и дерегулированием финансовых рынков.

Требует разработки вопрос о роли фондовых бирж в условиях интеграции финансовых рынков и появления новых электронных торговых систем.

В литературе пока не дан ответ на вопрос о причинах секьюритизации как процесса замещения выпуском ценных бумаг банковского кредита и не проведена оценка масштабов этого явления.

Остается слабо изученным вопрос о кризисах на фондовом рынке. В этой связи представляется весьма важной и в теоретическом и практическом плане оценка ситуации второй половины 90-х годов на рынках акций развитых стран, характеризующаяся небывалым разбуханием фиктивного капитала, в первую очередь в США.

В отечественной литературе фактически отсутствует анализ систем регулирования фондового рынка развитых стран, за исключением США, между тем происходящие там в последние годы изменения представляют несомненный интерес для развития регулятивной системы в Российской Федерации.

Все это определяет актуальность данного диссертационного исследования и его основные направления.

Цель и задачи исследования. Целью настоящего исследования является разработка концепции развития мировых фондовых рынков в условиях глобализации экономики и распространения новых информационных технологий на основе выявления закономерностей и тенденций эволюции их основных элементов: инструментов, участников, инфраструктуры.

Для достижения этой цели требуется решить следующие задачи:

• провести количественный анализ мировых рынков акций, долговых ценных бумаг и производных финансовых инструментов, определить объемы, динамику мировых фондовых рынков и факторы, влияющие на их развитие;

• показать место фондовых рынков в системе финансовых рынков различных стран и ответить на вопрос о перспективах их развития;

• оценить роль эмиссии ценных бумаг как источника покрытия потребностей в долгосрочном и краткосрочном капитале предприятиями по сравнению с иными источниками финансирования;

• изучить институциональные изменения в структуре участников рынков ценных бумаг США, Западной Европы и Японии (эмитенты, инвесторы, профессиональные участники рынка), активизировавшиеся в 90-е годы;

• выявить общие тенденции и закономерности в развитии фондовых бирж и других организаторов торговли в условиях роста интеграционных процессов и распространения новых компьютерных технологий;

• проанализировать основные изменения в системах регулирования фондовых рынков развитых стран и выработать рекомендации по совершенствованию системы их регулирования в России;

• исследовать механизм взаимодействия национальных и международных фондовых рынков и его влияние на распространение фондовых кризисов.

Объект и предмет исследования. Объектом исследования в работе выступают мировые фондовые рынки как совокупность национальных и международных фондовых рынков, рассматриваемых в их взаимосвязи и взаимозависимости. Предметом исследования служат новые явления в развитии мировых фондовых рынков в условиях глобализации экономики и перехода к новейшим информационным технологиям.

Научная новизна работы. В результате проведенного исследования впервые в отечественной литературе осуществлен анализ количественных параметров мировых фондовых рынков (акций, долговых ценных бумаг и производных финансовых инструментов) и сделан вывод об опережающем развитии фондовых рынков по сравнению с реальным сектором и другими финансовыми рынками.

Определено место отдельных стран и групп стран, в первую очередь с развитыми и формирующимися рынками, на мировом фондовом рынке и обосновывается тезис об абсолютном доминировании фондовых рынков пяти ведущих развитых стран, которые даже в силу своих масштабов оказывают определяющее воздействие на состояние мирового рынка.

Рассмотрено воздействие процесса глобализации мировой экономики на развитие фондового рынка, выражающееся в либерализации режима движения капитала между странами, постепенном стирании границ между национальным и международным рынком, создании межнациональных торговых и депозитарно-клиринговых систем и выявлены положительные и негативные последствия этого процесса.

Обоснован тезис об объективном характере процессов секьюритизации, связанных с ростом концентрации производства и капитала и переходом на новые информационные технологии.

Уточнена классификация важнейших участников современных фондовых рынков - институциональных инвесторов, показана их роль на фондовом рынке и сделан вывод о взаимосвязи уровня развития фондового рынка и институциональных инвесторов.

Предпринята попытка увязать классификацию финансовых посредников с классификацией посредников на фондовом рынке. Проанализирована изменяющаяся роль банков в условиях активизации процессов секьюритизации.

Исследованы исторические причины формирования двух моделей (англоамериканской и европейской континентальной) институциональной структуры фондовых рынков и аргументируется положение о стирании различий между ними.

Показано влияние региональной и корпоративной интеграции на развитие фондовых рынков, которая приводит к унификации нормативной базы, созданию межнациональных и транснациональных банков, компаний по ценным бумагам, фондовых бирж и т.п.

На примере в первую очередь наиболее развитых стран, входящих в организацию ОЭСР, измеряются масштабы приватизации в мире в увязке с развитием рынка акций.

Оцениваются позиции крупнейших фондовых бирж как основы торговой инфраструктуры фондового рынка и анализируются процессы, связанные с изменениями их торговых систем, конкуренцией между ними, а также процессы концентрации, приводящие к формированию межнациональных и глобальных торговых систем. Обосновывается положение о дальнейшем развитии процессов концентрации на межнациональной основе.

Исследуется цикличный характер развития рынка акций, на примере США демонстрируется процесс перенакопления фиктивного капитала и образования так называемых "пузырей" (чрезмерное разбухание фиктивного капитала, воплощенного в акциях), доказывается приближение очередного серьезного спада на фондовом рынке США.

Разработаны положения о кризисе на фондовом рынке как одной из разновидностей финансового кризиса, показаны масштабы, формы проявления и механизмы взаимодействия фондовых кризисов в различных странах.

На примере стран с наиболее развитыми фондовыми рынками исследована эволюция и современная система их регулирования, раскрывается диалектика связи государственного регулирования и саморегулирования, оцениваются преимущества различных систем и делаются выводы о том, какие уроки можно извлечь из зарубежного опыта для совершенствования системы регулирования фондового рынка в России.

Методология и методика исследования. Методологическую и теоретическую основу диссертации составляют фундаментальные положения экономической теории, в первую очередь теории функционирования финансовых рынков. В работе использован диалектический метод исследования экономических процессов. В изучении мировых фондовых рынков применялся системный подход, основывающийся на сочетании микро-и макроэкономического анализа. Количественные и качественные задачи решались с помощью статистических и графических методов. Для достижения поставленных задач широко использовался метод сравнительного анализа.

Основой разработки темы послужили фундаментальные работы Р. Гильфердинга, Д.М. Кейнса, К. Маркса, Р. Коуза (Ronald Coase), Г. Марковича (Harry Markowitz), Р. Мертона (Robert Merton), Ф. Модильяни (Franco Modiliagni), Ф. Рейли (Frank Reilly), Б. Сольника (Bruno Solnik), Д. Стиглица (Josef Stiglitz), Д. Тобина (James Tobin), У. Шарпа (William Sharpe), Ф. Фабоцци (Frank Fabbozzi), Е.Фамы (Eugene Fama) и других авторов.

Информационная база исследования. В работе использована статистика ОЭСР, Международной федерации фондовых бирж, Банка международных расчетов, Международной финансовой корпорации, Международного валютного фонда, издания центральных банков и национальных статистических органов, отчеты ведущих зарубежных и российских биржевых и внебиржевых торговых систем, базы данных национальных органов регулирования рынка ценных бумаг, монографические исследования зарубежных ученых, различные справочные издания, материалы зарубежной и российской периодической печати, посвященные развитию фондового рынка. Значительная часть документов получена из сети Интернет. Многие информационные источники вводятся в отечественный научный оборот впервые.

Неоценимую помощь автору оказали научные командировки, в ходе которых был собран большой объем информации: в США в июне-августе 1993 г. (программа Российско-Американского банковского форума), в октябре-декабре 1993 г. в Университет Сити в Лондоне (по стипендии Министерства иностранных дел Великобритании), в январе-мае 1994 г. в Джорджтаунский университет в Вашингтоне (по программе Фулбрайт) и неоднократные краткосрочные командировки на Франкфуртскую фондовую биржу (в рамках учебных программ, организуемых Обществом содействия развитию фондовых бирж и финансовых рынков в Центральной и Восточной Европе).

Практическая значимость темы исследования обусловлена, во-первых, все большей интеграцией России в мировую экономику, ростом зависимости ее финансовых рынков от мировых финансовых потоков. Ряд выводов диссертации, составляющих ее научную новизну, позволяет лучше оценить перспективы динамики мировых фондовых рынков, что важно для выработки правильной стратегии банками и прочими финансовыми институтами. Во-вторых, знание институциональной структуры наиболее развитых фондовых рынков позволяет лучше организовать дело в российских финансовых учреждениях. В третьих, практическая ценность работы определяется настоятельной необходимостью изучения опыта развитых стран в организации регулятивной инфраструктуры. В диссертации сформулированы некоторые практические рекомендации по совершенствованию системы регулирования фондового рынка в Российской Федерации.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные научные результаты исследования нашли отражение в двух монографиях, а также статьях в периодической печати общим объемом около 50 п.л. В рамках данной темы автором было подготовлено несколько аналитических обзоров для Банка России, Московской межбанковской валютной биржи, ряда администраций субъектов Российской Федерации. Автор выступал с докладами на научно-практических конференциях в Финансовой академии, посвященных рынку еврооблигаций (апрель 1997 г.) и развитию вексельного обращения в России (октябрь 1997 г.). Автор, как специалист по международным фондовым рынкам, в 1994-1995 гг. привлекался к разработке Федерального Закона о рынке ценных бумаг. Материалы диссертации используются в преподавании дисциплин "Ценные бумаги и биржевое дело", "Рынки ценных бумаг зарубежных стран" в Финансовой академии для студентов, магистрантов и слушателей ИППК. Исследование выполнено в рамках комплексной темы "Проблемы перехода России к рынку" (проект № 1.1.96Ф).

Основные положения диссертации изложены в следующих работах: Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. - М.: Инфра-М, 1996, 19 п.л. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. -М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000, 23 п.л. В помощь изучающим курс "Ценные бумаги" // Рынок ценных бумаг. - М., 1993, №7, 0,3 п.л. Зарубежные фондовые рынки: статистический портрет // Рынок ценных бумаг. -М., 1994,№27,0,3п.л.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг в США // Рынок ценных бумаг. -М., 1994, №№17-19,1 п.л.

Russian Financial Institutions in an Emerging Free Market Economy. Совм. с M. Tucker II "Business and the Contemporary World". Vol.VII, #1,1/0,5 п.л. Фондовый рынок Японии //Деньги и кредит. - М, 1996, №1,1 п.л.

Рынок еврооблигаций: структура и механизм функционирования // Банковские услуги. - 1997, №№5-6, 1 п.л.

Догоним Америку по фьючерсам // Деловой экспресс. - 1997, №41, 0,2 п.л.

Рынок векселей и коммерческих бумаг за рубежом // Банковские услуги. - М,

1998, №№2-4, 1 п.л. Мировые фондовые рынки: статистический портрет // Вестник Финансовой академии. - 1998, № 2(6), 0,5 п.л. Современные системы финансирования ипотечных кредитов и рынки ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью // Банковские услуги. - 1999, №№4-5, 1 п.л.

Отдельные вопросы, связанные с развитием фондового рынка, рассматривались автором в его монографии: Финансы, денежное обращение и кредит Австралии. - М.: Наука, ГРВЛ, 1981, 12 п.л.

## О некоторых дефинициях

Прежде чем приступать к исследованию, необходимо определиться с некоторыми терминами, которые не имеют однозначного толкования в экономической литературе. Начнем с понятия, являющегося предметом нашей диссертации.

Понятие фондового рынка в отечественной и зарубежной литературе.

Как правило, термин "фондовый рынок"1 используется в современной отечественной экономической литературе как синоним понятия "рынок ценных бумаг" . Однако в нашей литературе можно встретить и несколько иную трактовку термина "фондовый рынок". Некоторые авторы под фондовым рынком понимают только рынок классических долгосрочных биржевых ценных бумаг: акций и облигаций. Иными словами, понятие фондового рынка, встречающееся в отечественной экономической литературе, может употребляться в широком и узком смысле. В российской дореволюционной литературе под "фондами" понимались главным образом государственные долговые обязательства.

Предметом исследования в данной работе является фондовый рынок (рынок ценных бумаг) в широком значении, при этом, однако, в центре нашего внимания будет находиться основной сегмент фондового рынка - рынок долгосрочного капитала (рынок акций и облигаций).

Фондовый рынок является составной частью финансового рынка. Последний в зависимости от срока, на который привлекаются финансовые ресурсы, принято делить на рынок капиталов и денежный рынок. В свою очередь, фондовый рынок является составной частью как рынка капиталов, так и денежного рынка.1

Наиболее близкий английский эквивалент используемого в нашей научной литературе термина "фондовый рынок" или "рынок ценных бумаг" - "securities market".

Поставив знак равенства между фондовым рынком и рынком ценных бумаг, мы выходим на еще один вопрос, также не имеющий однозначного толкования ни в отечественной, ни в зарубежной литературе: что такое ценные бумаги и какие конкретно инструменты относятся к ценным бумагам. Отчасти различные подходы связаны с различиями в трактовке дефиниций со стороны юристов и экономистов, отчасти просто сложностью и многообразием инструментов фондового рынка.

В настоящей работе мы опираемся на экономическое определение ценных бумаг как прав на ресурсы, предложенное в монографии Я.М.Миркина.

Основные различия в подходах к термину "ценные бумаги" заключаются в том, относить ли к ним так называемые производные финансовые инструменты (английский термин - derivatives). В данной работе мы исходим из того, что последние являются ценными бумагами.4

Основной английский термин для обозначения ценных бумаг - securities. Но, как мы только что отмечали, конкретное наполнение этого понятия может быть различным. Так, лауреат Нобелевской премии 1990 г. по экономике У. Шарп в своем знаменитом учебнике "Инвестиции" дает расширительное толкование ценным бумагам (securities). "Этот лист бумаги, являющийся

## Объемы, структура, динамика фондовых рынков и их место в системе финансовых рынков

Какова величина мирового фондового рынка? Дать какую-то единую универсальную количественную оценку его объема невозможно из-за разной природы отдельных видов ценных бумаг. Так, например, нельзя ни с методологической, ни с учетно-статистической точки зрения объединять данные о долгосрочных ценных бумагах (акции, облигации) и краткосрочных -платежных инструментах (векселя, чеки) или производных - деривативах (опционы, фьючерсы). Тем не менее, можно дать достаточно точную картину отдельных рынков: акций, облигаций и производных ценных бумаг.

В известных пределах суммирование допустимо в отношении отдельных инструментов. Представляется вполне корректным суммирование рынков акций и облигаций (долговых инструментов). Полученная таким образом цифра, с нашей точки зрения, наиболее полно характеризует масштабы мирового фондового рынка.

По расчетам автора, общий объем мировых фондовых рынков, определенный таким способом, составлял в конце 1998 г. почти 60 трлн. долл., в конце 1999 г. - около 72 трлн. долл. (табл. 2.1). Для расчета использовались данные по задолженности по долговым ценным бумагам (debt securities outstanding), за исключением вексельной, и капитализации акций. За 1999 г. величина мирового ВВП составила примерно 30 трлн. долл (см. приложение I).1

Для сравнения: величина агрегата М2 - наличные деньги, средства на текущих и срочных счетах банков - составила в 1998 г. примерно 20 . долл. То есть львиная доля финансовых активов имеет форму ценных бумаг. Если

исходить из марксовой концепции фиктивного капитала, гласящей, что ценные бумаги являются правом на действительный капитал, воплощенный в различных материальных элементах национального богатства, по выражению К. Маркса "титулами собственности, представляющими этот капитал"1 то можно сказать, что акции и долговые ценные бумаги представляют собой своеобразное отражение большей части национального богатства.

Данный тезис можно проиллюстрировать иным способом. В США в структуре активов населения и бесприбыльных организаций доля осязаемых активов (tangible assets) в общей сумме активов на протяжении нескольких десятилетий держится на уровне примерно одна треть, оставшиеся две трети приходятся на финансовые активы, из которых только 10-15% - депозиты в банках, а остальное - ценные бумаги в той или иной форме (см. приложение 7). Конечно, США, пример особый. Как будет показано ниже, США принадлежит к той категории стран, где рынки ценных бумаг развиты в наибольшей степени. В других государствах пропорции могут быть иными, но все равно доля ценных бумаг очень высока. В Германии в 1997-98 гг. примерно 33-37% финансовых активов населения приходилось на депозиты в банках, 30-31% - на инвестиции в ценные бумаги.

В 1998 г. 47% всего мирового фондового рынка приходилось на США, 13% - на Японию, а в целом на страны Большой пятерки - примерно 75%. В начале 70-х годов доля одних только США превышала 60%. В 80-е годы доля США уменьшалась в первую очередь в связи с повышением удельного веса Японии, с конца 80-х и до середины 90-х годов - формирующихся рынков. С середины 90-х годов снова происходит повышение доли США.

## Эмитенты

Ценные бумаги могут выпускать как предприятия, находящиеся в различной организационно-правовой форме, так и органы государственного управления. Структура эмитентов имеет ярко выраженную национальную специфику, рисовать какой-то усредненный среднестатистический портрет бессмысленно.

Эмитенты акций

Эмитентами акций выступают только акционерные общества. Формы акционерных обществ в различных странах могут заметно отличаться. Конкретные отличия определяются законами об акционерных обществах (компаниях, корпорациях).

Общее количество акционерных обществ, существующих в мире, насчитывает десятки, если не сотни тысяч, однако с точки зрения изучения фондового рынка нас может интересовать лишь та их часть, которая имеет регулярную котировку (листинг) на организованном рынке. Дело в том, что лишь часть акционерных обществ имеет право привлекать средства путем открытой (публичной) подписки на свои акции. В Великобритании это Public Limiied Company (PLC), в США - Public Corporation, в России открытое акционерное общество. Как правило, на развитых рынках значительная часть этих акционерных обществ имеет листинг на том или ином организованном рынке.2

Именно на эти компании приходится подавляющая часть эмиссий акций. И только по данным эмитентам (т.е. имеющим листинг) рассчитывается капитализация рынка акций той или иной страны.

В любом случае международная статистика (в частности, МФК, МФФБ), приводя сведения об эмитентах, помещает данные только о компаниях, имеющих листинг (табл. 3.1).