Воеводская Надежда Петровна. Закономерности формирования российского финансового рынка в условиях переходной экономики : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 : СПб., 2000 258 c. РГБ ОД, 71:01-8/277-5

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Развитие финансового рынка как движение форм капитала 12

1.1. Генезис и особенности кругооборота различных форм капитала 12

1.2. Объективная необходимость возрождения финансового рынка в России 34

1.3. Влияние процессов интеграции национальных финансовых рынков на развитие международного финансового рынка 45

Глава 2. Инструменты денежно-кредитной политики Банка России и их воздействие на развитие финансового рынка 67

2.1. Влияние ставки рефинансирования на формирование рынка межбанковских кредитов 67

2.2. Особенности развития рынка государственного долга и его влияние на рынок краткосрочной банковской ликвидности 79

2.3. Инструменты обязательного резервирования как фактор стабилизации рынка национальной 96

2.4. Взаимосвязь системы валютного регулирования и рынка государственного долга 102

2.5. Валютная политика и ее роль в усилении интеграционных процессов на финансовом рынке 113

2.6. Анализ причин кризиса российского финансового рынка 119

Глава 3. Роль экономического анализа и совершенствование технологического процесса его осуществления 126

3.1. Особенности проведения исследований в области финансового рынка 126

3.2. Методики анализа фондового рынка, используемые в международной практике 133

3.3. Особенности анализа российского финансового рынка 142

3.4. Перспективы развития анализа и прогноза на финансовых рынках 150

3.5. Системный подход к исследованиям рыночных процессов 157

Заключение 171

Список использованной литературы 174

Приложение 181

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования

Экономическая политика, осуществляемая Правительством Российской Федерации и Банком России, на протяжении последнего десятилетия связана с задачами реформирования российской экономики.

Нарушение пропорций в распределении ресурсов в условиях централизованного управления экономикой и низкая степень интегрированности в мировой рынок послужили основными причинами начала экономических преобразований в российской экономике.

Проведение в России экономической реформы, направленной на создание рыночных отношений, способствовало развитию рыночной финансовой инфраструктуры, образованию финансовых и нефинансовых институтов, появлению конкурентных отношений между ними, возникновению рыночных механизмов перелива финансовых потоков, адекватных новым условиям функционирования экономики.

Начало экономических преобразований в России относится к 1992 г. и осуществлялось в неблагоприятных условиях, сопровождалось сокращением производства, ростом инфляции, снижением жизненного уровня населения. Положение осложнялось разрывом хозяйственных связей между предприятиями и регионами, произошло постепенное сокращение инвестиций.

Сохранявшаяся ситуация на протяжении ряда лет привела к затянувшемуся кризису платежеспособности между контрагентами, возникновению различных заменителей денег, к созданию конкурентной, но специфичной рыночной конъюнктуры, основная роль которой заключалась в обслуживании дефицита федерального бюджета.

5 Поступательные меры либерализации финансового рынка способствовали

нарастанию портфельных инвестиций, которые носили краткосрочный

спекулятивный характер.

Возникшие диспропорции не способствовали созданию макроэкономического

равновесия, наоборот, негативные тенденции приобрели кризисный характер во

многих сферах экономической деятельности. Углубление экономических

диспропорций привело к социальному напряжению в стране. Правительство РФ и

Банк России адекватно реагировали на протяжении всего исследуемого периода на

складывающуюся ситуацию в финансовом секторе экономики. Однако перелома в

сложившихся тенденциях не произошло.

Основой финансовой инфраструктуры стало создание сети коммерческих

банков. Развитие рынка денежных ресурсов, на котором формировалась их

рыночная стоимость, послужило началом формирования российского финансового

рынка.

Развитие финансового рынка на протяжении ряда лет претерпело несколько

кардинальных изменений, вызванных как внешними, так и внутренними факторами

развития.

Ретроспективный анализ развития российского финансового рынка указывает

как на традиционные проблемы развивающихся рынков, так и на уникальность,

связанную с переходом от тотально-плановой экономики к рыночной в довольно

короткий отрезок времени.

В экономике страны сложилась крайне тяжелая ситуация, которая была

обусловлена, с одной стороны, внутренними и внешними долгами бывшего СССР,

правопреемником которого стала Россия, с другой стороны, экономическими

проблемами переходного периода, связанными с разрывом экономических связей со

вновь образованными странами СНГ и Варшавского договора, с развитием

рыночной инфраструктуры и др., явились факторами, которые определили устойчивые негативные процессы.

Создание сети коммерческих банков послужило институциональной основой для развития рынка денежных ресурсов (валютных и рублевых), на котором под влиянием спроса и предложения формируется их рыночная цена. На развитие валютно-финансового рынка России существенное воздействие оказывает Центральный банк, его институциональная, денежно-кредитная и валютная политика. Используя различные инструменты денежно-кредитного и валютного регулирования, Центральный банк влияет на динамику процентных ставок на денежном рынке по кредитным и депозитным операциям, контролирует и регулирует изменение курса рубля на различных сегментах валютного рынка, формирует конъюнктуру на рынке государственных ценных бумаг и влияет на доходность по операциям с этими ценными бумагами.

Принятый Банком России курс на снижение ставки рефинансирования вместе с уменьшением доходности государственных ценных бумаг имел целью понизить норму ссудного процента, сделав в конце концов кредит доступным для реального сектора. Но этот расчет оказался очень уязвимым, поскольку, во-первых, в условиях азиатского финансового кризиса власти были вынуждены пойти на значительное повышение ставки рефинансирования для противодействия оттоку капитала из страны и назревшей девальвации рубля, и в результате кредит в целом подорожал, во-вторых, даже в случае успеха упомянутых мер и удешевления кредита его уровень оказался бы не в состоянии переориентировать кредитные ресурсы на удовлетворение нужд реального сектора в связи с дисбалансом между доходностью в сфере кредита и в сфере материального производства, в третьих, на снижение кредитных ставок банки ответили еще большим понижением процентов по депозитам.

7 Основной задачей экономической политики является обеспечение

стабильности цен, полной занятости, роста реального объема производства,

создание условий для институциональных и структурных рыночных преобразований.

Задача снижения инфляции в переходный период оставалась приоритетной

несмотря на то, что акценты экономической политики менялись.

Для решения этой задачи и достижения поставленных целей экономической политики в современных условиях развития финансового рынка основным является подавление инфляции, обеспечение сбалансированного роста российской экономики на неинфляционной основе, создание условий для институциональных и структурных рыночных преобразований. Вместе с тем возможности денежно-кредитной политики в плане обеспечения валютно-финансовой стабильности определяются ее способностью эффективно влиять и регулировать спрос на денежные ресурсы, обеспечивать равновесие между денежной и товарной массой, поддерживать оптимальную структуру денежной массы.

Необходимость исследования комплекса указанных проблем как в теоретическом плане, так и в практическом, включая анализ зарубежного опыта, предопределила выбор темы диссертационной работы, обусловила ее актуальность.

Цель и задачи исследования. Цель исследования - выявление закономерностей становления и развития финансового рынка в России в условиях переходной экономики и разработка методологии его исследования.

8 В соответствии с указанной целью в работе поставлены следующие задачи,

определившие логику и внутреннюю структуру исследования:

- проанализировать взаимосвязь различных сегментов национального  
финансового рынка и условия интеграции национальных финансовых рынков  
в международный финансовый рынок;

- определить закономерности развития международного финансового рынка  
и показать объективный характер развития международного фондового  
рынка;

- выявить причины, условия и особенности развития российского  
финансового рынка;

исследовать воздействие инструментов денежно-кредитной политики на развитие основных сегментов российского финансового рынка.

обобщить наиболее известные в международной практике методы анализа финансового рынка;

разработать системный подход к исследованию процессов, происходящих на российском финансовом рынке.

Предметом диссертационного исследования являются экономические отношения в сфере финансового рынка, в том числе связанные с процессами интеграции национальных финансовых рынков и глобализации международного финансового рынка, с воздействием инструментов денежно-кредитной политики на финансовый рынок.

Объектом исследования является российский финансовый рынок и закономерность развития основных сегментов финансового рынка в условиях переходной экономики.

9 Теоретическую и методологическую основу выполненных исследований

составили:

в области изучения и анализа процессов интеграции национальных рынков и влияния процессов глобализации международного финансового рынка на развитие российского финансового рынка: Э.Дж.Долана, Э.Роде, Дж.М.Хэррис,Э.Рида М.Ю.Алексеева, Г.Н.Белоглазовой, А.Г. Грязновой, Е.Ф.Жукова, В.Д. Миловидова, Я.М.Миркина, Л.С. Тарасевича;

в области исследования инструментов денежно-кредитной политики российского финансового рынка Дж.Кейнс, Дж.Сорос , О.И.Лаврушина, . Л.Н. Красавиной Ю.Б. Рубина, Б.Г.Федорова, Г.П.Черникова;

в области анализа экономических процессов Л.Харрис, С.А. Борисов, Доронин И.Г., B.C. Захаров, А.Г.Мовсесян, М.А. Пессель.

Методологическая и эмпирическая база работы формировалась в процессе многолетних исследований автора, связанных с особенностями развития финансового рынка России, становлением инфраструктуры, законодательной и нормативной базы.

Информационной базой исследования явились статистические данные, публикуемые Госкомстатом, официальные публикации Банка России, Банка международных расчетов, а также информация от участников финансового рынка, включающая основные показатели рынка МБК, валютного, государственных ценных бумаг и корпоративных ценных бумаг.

Методы исследования. В основе исследования лежит диалектический метод познания, определяющий изучение экономических явлений в их развитии и взаимосвязи. Широко применялись системный анализ, обобщение, логический и сравнительный анализ, синтез и пр.

10 Научная новизна исследования заключается в развитии методологии

исследования финансового рынка как совокупности экономических отношений по

поводу перераспределения денежных ресурсов между их участниками.

Основные научные результаты, принадлежащие лично автору, заключаются в

следующем:

выявлены основные закономерности функционирования, как в совокупности, так и отдельных сегментов национального финансового рынка в современных условиях развития;

установлено, что интеграция национальных финансовых рынков в международный финансовый рынок носит объективный характер и с точки зрения повышения ликвидности, перелива инвестиционного капитала и роста национальных экономик является позитивным процессом;

выявлены закономерности развития международного финансового рынка, которые определяются нарастанием финансовых потребностей реального сектора и в перераспределением денежных ресурсов на цели развития национальных экономик;

обоснована необходимость и правомерность уточнения понятия фондового рынка, доказано, что более полным определением является фондовый рынок капитала, раскрыто содержание этого понятия,

выявлены факторы, определившие развитие российского финансового рынка в период проведения экономических реформ,

исследованы экономические предпосылки дестабилизации национальных финансовых рынков и установлены причинно-следственная связи между экономической политикой государства.уровнем и темпами развития рыночных отношений в стране,

раскрыты механизмы и специфические особенности применения инструментов денежно-кредитной политики Банком России.

разработан системный подход к исследованию процессов, происходящих на финансовом рынке, практическое применение которого нашло отражение в создании информационно-аналитической системы "Анализ фондового рынка России", которая введена в промышленную эксплуатацию в Банке России.

Практическая значимость диссертационного исследования определяется тем, что выводы и рекомендации, изложенные в диссертации, могут служить базой для дальнейшего процесса исследования роли финансового рынка России в условиях переходной экономики как в национальном, так и в международном аспекте.

Апробация диссертационного исследования. Основные выводы и рекомендации, изложенные в диссертации, обсуждались на международном семинаре стран СНГ в 1998 г. и были представлены на Международном банковском конгрессе в Санкт-Петербурге в 1998 г.

Практическое использование результатов диссертационного исследования нашло применение в создании информационно-аналитической системы "Анализ фондового рынка России", что подтверждено соответствующим актом, который находится в Приложении.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 19 научных и научно-методических работ (две за рубежом), общим объемом более 40 п.л.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, трех глав и заключения.

## Генезис и особенности кругооборота различных форм капитала

Финансовый рынок большинство зарубежных и отечественных экономистов рассматривает как наиболее общее понятие, объединяющее всю совокупность рыночных отношений, регулирующих перераспределение денежных средств в экономике между различными субъектами в самых разнообразных формах.

Взаимосвязь различных сегментов финансового рынка, их взаимовлияние проявляется во всей совокупности рыночных отношений, обеспечивающих аккумуляцию и перераспределение денежных ресурсов субъектов.

Финансовый рынок является именно той структурой, которая на основе спроса и предложения осуществляет перераспределение денежных ресурсов между хозяйствующими субъектами с разными финансовыми позициями. Иными словами, "финансовый рынок - это совокупность движущихся фондов.

В трактовке Э.Д.Долан "Финансовые рынки - совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам". На основании вышеизложенного будем считать, что рынок, обеспечивающий распределение денежных средств между участниками экономических отношений, называется финансовым рынком.

В зависимости от классификационных признаков финансовый рынок может быть условно разделен на отдельные сегменты (рынки в более узком значении этого слова). Принимая во внимание различные формы, в которых денежные ресурсы обращаются на финансовом рынке, в его составе можно выделить денежный рынок и рынок капитала.

Отечественные экономисты исходят из того, что классификация финансового рынка на денежный рынок и рынок капиталов проводится по функциональному признаку, т.е. по тем функциям, которые каждый из них выполняет в рыночном перераспределении средств, а не по признаку механизма перераспределения. И в этом смысле денежный рынок не тождествен рынку перераспределяющему активы на краткосрочной основе, а рынок капиталов - рынку перераспределяющему активы на долгосрочной основе.

На денежном рынке так же, как и на рынке капиталов, средства могут перераспределяться как в форме кредитов, так и в форме ценных бумаг. Отличаются эти два сегмента финансового рынка по целям перераспределения.

В западной теории финансового рынка превалирует срочность операций и институциональный аспект. Так, в работе английского экономиста Джона Эдмистера денежный рынок представляет собой сферу обращения исключительно межбанковских финансовых активов или инструментов. Рынок капиталов, в свою очередь, определен в качестве сферы обращения исключительно корпоративных финансовых активов.

Функциональный аспект, по мнению отечественных экономистов состоит в том, что движение денежных средств между субъектами на денежном рынке имеет целью перераспределить ликвидность между ними. Движение средств на рынке капиталов - удовлетворить потребность в инвестировании средств.

Таким образом, денежный рынок обслуживает движение оборотного капитала, рынок капитала - движение основного капитала.

Финансовый рынок большинство зарубежных и отечественных экономистов рассматривает как наиболее общее понятие, объединяющее всю совокупность рыночных отношений, регулирующих перераспределение денежных средств в экономике между различными субъектами в самых разнообразных формах.

## Влияние ставки рефинансирования на формирование рынка межбанковских кредитов

На конъюнктуру рынка денежных ресурсов с момента зарождения оказывали влияние два момента. С одной стороны значительное предложение денежных ресурсов, обусловленное вынужденным федитованием Центральным банком Российской Федерации Правительства Российской Федерации. С другой -проведение политики ограничения спроса на денежные ресурсы со стороны участников рынка, выражавшееся в проводимой денежно-кредитной политике

Центрального банка Российской Федерации.

Формирование денежно-кредитного рынка России относится к 1992 г., когда Центральный банк Российской Федерации внес существенные коррективы в свою кредитную политику, что отвечало требованиям активизации рыночных процессов в экономике. До этого, точнее в 1991 г., Банк России при проведении процентной политики руководствовался существующим уровнем инфляции и стоимостью ресурсов, покупаемых у Сберегательного банка России (8% годовых). Сберегательный банк в то время выплачивал по вкладам населения до востребования 2% годовых, по срочным вкладам 3% годовых. Плата за централизованные кредитные ресурсы, предоставляемые Центральным банком Российской Федерации коммерческим банкам, устанавливалась в размере от 1 до 9% годовых в зависимости от специфики производства, которому предоставлялись денежные средства, т.е. широко применялось льготное кредитование, решение о котором принималось на местах Главными территориальными управлениями Центрального банка Российской Федерации. Процентные ставки по кредитам, предоставляемым коммерческими банками хозорганам, не должны были превышать 25% годовых. Средняя процентная ставка за 1991 год по кредитам коммерческих банков в Московском регионе составила 17,2% годовых, по депозитам - 9,25% годовых.

С 1992 г. содержанием денежно-кредитной политики Центрального банка стало ограничение спроса на денежные ресурсы, в том числе путем приведения уровня процентных ставок по кредитам коммерческим банкам в соответствие с реальными условиями в экономике, прежде всего с темпами инфляции, которые резко повысились после проведенной либерализации цен в конце 1991 - начале 1992 г., с целью постепенного выхода на положительный уровень реальных процентных ставок.

Однако в тот период эта цель оставалась недостижимой, в том числе и в силу сохранившейся практики финансирования дефицита государственного бюджета за счет кредитов Центрального банка. Значительные объемы кредитования во второй половине 1992 г., с одной стороны, ускорили рост внутренних цен, а с другой, привели к образованию отрицательных реальных процентных ставок на кредитном рынке.

В условиях активизации рыночных процессов Банк России воздерживался от прямых ограничений на процентные ставки, устанавливаемые коммерческими банками по активным и пассивным операциям, за исключением кредитов, предоставляемых через Центральный банк. В 1992 году вслед за ускорением роста внутренних цен наблюдался постоянный рост процентных ставок, повышение которых тем не менее отставало от темпов инфляции. С января по декабрь средние ставки коммерческих банков по кредитам возросли более чем в 4,6 раза и составили в декабре 1992 года 121,2% годовых. Темпы роста внутренних цен в 1992 г. составили около 900% годовых.

В меньшей степени возросли ставки межбанковских кредитных аукционов - в 4,3 раза, которые проводились на торговых площадках Московского региона: Оргбанка, Межбанковского финансового дома, Росфининвеста, Кассового Союза. По межбанковским кредитам средняя процентная ставка составила в декабре 114,6% годовых. Средняя ставка по депозитам достигла к концу года 78,1% годовых, увеличившись за год в 5,39 раза.

## Особенности проведения исследований в области финансового рынка

Основой для формирования текущих и прогнозных оценок состояния финансового рынка являются исследования тенденций развития основных сегментов рынка. Исследования проводятся с помощью набора различных методов, которые направлены на решение приоритетной проблемы. В зависимости от целей и задач исследования делятся на две группы: разовые и текущие.

Разовые выполняются для разработки конкретных проблем и принятия стратегических решений по вопросам анализа ситуации при форсмажорных обстоятельствах. Текущие ведутся непрерывно, обеспечивая обратную связь с рынком.

Существует несколько видов исследований:

- кабинетные исследования, осуществляемые на основе официальных источников информации. Их целью является получение и анализ информации, дающей общее представление о состоянии общехозяйственной конъюнктуры, освещаются и вопросы региональных рынков. При этом применяются методы экономического анализа в сочетании с элементами экономики и математической статистики на основе компьютерной техники;

- изучение рынка на месте - полевые исследования, которые относятся к дорогостоящим, к ним прибегают только крупные фирмы;

- метод пробных продаж (эксперимент) используется в тех случаях, когда отсутствуют необходимые сведения о рынке;

- поддержание личных деловых контактов, опросы различных групп участников рынка.

Исследование проводится с конкретно определенным рынком или его сегментом, учитывая необходимость применения комплексного подхода:

- изучение, анализ и оценка всех элементов и факторов, оказывающих воздействие на тенденции развития, структуру, характер отношений на конфетном, выбранном для изучения сегменте рынка во взаимосвязи и взаимозависимости с другими сегментами рынка;

- изучение условий рынка во взаимосвязи с состоянием и тенденциями развития общехозяйственной конъюнктуры различных рынков;

- исследование внешних и внутренних факторов, оказывающих воздействие на деятельность банка.

Исследование предполагает необходимость тщательного выбора объекта исследования - конфетного рынка или его сегмента. Финансовый рынок неоднороден по торгуемым инструментам, объемам операций и другим показателям.

Задачи финансового рынка имеют дело с процессами детерминированными или статистическими, где присутствует неопределенность, однако она подчиняется строгим и, главное, известным количественным закономерностям.