Михайлов Дмитрий Михайлович. Современные тенденции развития мирового рынка ссудных капиталов : Дис. ... д-ра экон. наук : 08.00.10 Москва, 1998 512 с. РГБ ОД, 71:99-8/202-1

**Содержание к диссертации**

Введение

Раздел I Теоретические аспекты функционирования мирового рынка ссудных капиталов. 14

Глава I. Современная структура мирового рынка ссудных капиталов. 14-

Глава II.Проблемы развития мирового рынка ссудных капиталов в 80-е - 90-е годы XX века. 57\*

Глава III.Тенденции развития рынка деривативов, денежного рынка и рынка капиталов. 87

Глава IV Проблемы формирования единого рынка финансово-банковских услуг на этапе введения евро. 130

Глава V Особенности евроазиатского рынка капиталов. 168

Глава VI.Тенденции развития рынка капиталов развивающихся государств и стран с переходной экономикой. 176.

Раздел II Анализ и эффективность использования инструментов мирового рынка ссудных капиталов. 191-

Глава VII Современное состояние и виды долговых инструментов мирового финансового рынка 191

Глава VIII Рынок производных финансовых инструментов в конце 80-х - 90-х годов. 271

Глава IX.Проблемы и эффективность управления рисками в банковском секторе при осуществлении операций на мировом рынке ссудных капиталов. - 309

Раздел III Участие России на мировом рынке ссудных капиталов. 367

Глава X. Особенности и проблемы выхода России на мировой рынок ссудных капиталов. - 367

Глава XI.Проблемы и перспективы заимствований субъектами 391

Глава XII Федерации на мировом рынке ссудных капиталов.

Глава XIII Проблемы выхода и регулирования заимствований намировом рынке ссудных капиталов российских эмитентов. 414\*

Глава XIV Анализ практики привлечения синдицированных кредитов. 425

Глава XV Проблемы и особенности краткосрочного кредитованияроссийских коммерческих структур на рынке еврокоммерческих бумаг. 429

Глава XVI Формирование и перспективы развития российского рынкапроизводных финансовых инструментов. 434

Заключение. 449

Примечания. 465

Список использованных источников и литературы. 489

Приложения. 513

**Введение к работе**

Мировое экономическое сообщество отмечает, что в последние годы идет процесс значительного возрастания масштабов, укрепления единства и усиления роли мирового рынка ссудных капиталов. Глобализация рынка, интенсивное развитие и изменение институциональной его структуры оказывает весьма существенное влияние не только на хозяйствешгую жизнь отдельных стран, но и целых регионов. Все более значимой становится роль мирового рынка ссудных капиталов (МРСК) в качестве перераспределительного механизма мировых денежных потоков. Масштабность перелива капитала отражается на дальнейшем обособлении сферы обращения от воспроизводства. Происходят заметные структурные изменения составляющих рынка, все более глубокое их переплетение и взаимодополнение.

Секыоритизация, компьютерная торговля базовыми активами рынка, быстрый рост рынка деривативов и т.д. определяют ускоренное обращение и перелив капитала. Меняется структура мирового рынка ссудных капиталов. Укрепляется региональная, страновая и отраслевая диверсификация заемщиков и кредиторов. Определенное влияние на мировой рынок ссудных капиталов оказывают новые рынки капитала, сформировавшиеся в последнее время в странах с переходной экономикой. Происходит существенная трансформация инвестиционного климата в сторону смягчения административных регламентации, что проявляется в либерализации финансового сектора и снятии многих административных ограничений. Усиливается конкуренция в банковской сфере между однотипными структурами, а также около банковскими институтами.

В условиях наметившегося выхода России на международные долговые рынки можно предполагать, что использование российскими экономическими субъектами и государственными структурами возможностей, предоставляемых МРСК будет играть важігую роль в ближайшей, средне- и долгосрочной перспективе. Это подтверждается фактом формирования и развития рынка международных долговых обязательств российских экономических агентов. Последние годы стали стремительно развиваться рынки синдицированных кредитов, эмиссии глобальных международных и европейских долговых бумаг, российского правительства, субъектов Федерации, банков и корпораций. Сегодня проблема привлечения иностранных инвестиций, однако, не любой ценой, является одним из направлений развития экономики. Поэтому, с самого начала важно разработать и предложить наиболее оптимальные схемы внешнего и внутреннего финансирования экономического развития страны на перспективу, учитывая стратегические, национальные, державные интересы.

Преимущество выхода российских финансовых структур на мировые долговые рынки состоит в возможности гибкого определения сроков, сумм и цен заимствования, а это позволяет сбалансировать интересы эмитентов и инвесторов. Успешное размещение международных займов существенно повышает привлекательность российскігх финансовых институтов в отношении других операций на международных финансовых рынках.

Избранная тема предпринятого исследования, кроме всего прочего, представляет несомненный интерес для современной российской экономической науки и хозяйственной практики. Значительный накопленный опыт практической деятельности зарубежных банковских и финансовых структур должен как можно более широко использоваться в период становления и развития российского финансового рынка, являющегося важной структурной частью экономики России. Применение западного опыта представляется вполне естественным процессом. Однако этот опыт требует критического осмысления и обдуманной адаптации передовой зарубежной практики к российским условиям. Именно по этой причине вопросы функционирования инструментов мирового рынка, включая производные финансовые и долговые инструменты денежного рынка и рынка капиталов, находились в центре внимания диссертанта .

Некоторые из перечисленных выше и ряд других проблем, несомненно, требуют обобщения и теоретического анализа. В современной экономической литературе еще недостаточно полно и всесторонне рассмотрены проблемы, анализирующие современную роль мирового рынка ссудных капиталов, в условиях глобализации мировой экономики.

Издаваемая в России литература, в которой освещаются инструменты рынка капиталов и денежных рынков, по большей части представляет собой либо упрощенные отечественные пособия, рассчитанные, в основном, на получение общего представления о некоторых финансовых инструментах или рассматривающие их только в качестве одного из методов торговли финансовыми

Автор намеренно не рассматривает вопросы функционирования рынка акционерного капитала, так как эта тема уже получила освещение в работах: Я.М. Миркниа, Б.Б. Рубцова, В/Г. Мусатова, СВ. Павлова, Б.И. Алехина, М.Ю. Алексеева и др. российских экономистов.

активами, либо - слишком теорстизированные переводные издания, рассчитанные в основном на специалистов в области прикладной и высшей математики. Нисколько не умаляя заслуг авторов таких работ, хотелось бы отметить, что, с точки зрения профессиональных участников финансового рынка (а одна из целей проведенного диссертационного исследования как раз и состоит в том, чтобы дать разработки применимые на практике), эти исследования не позволяют выработать приемлемой тактики проведения операций на рынке. Сложные математические расчеты, особенно в случае с производными инструментами, включающих массу переменных (часто вообще не поддающихся оценке), неудобны при быстрой смене конъюнктуры рынка, а упрощенные модели не могут быть руководством к действию для профессиональных игроков рынка. Несмотря на этот факт, практически во всех источниках можно найти массу полезной информации, которая заслуживает определенного обобщения.

В последние годы было издано всего несколько специальных монографий, посвященных мировому рынку капиталов, хотя финансовая проблематика всегда занимала почетное место в трудах советских и российских экономистов. Следует выделить наиболее популярные для своего времени работы: Трахтенберга И.А. Денежное обращение и кредит при капитализме.-М.: Изд-во АН СССР, 1962; Современный рынок капиталов. Под редакцией д.э.н., проф. Г.П. Солюса.- М.: Финансы, 1977; Мусатова В.Т. Международная миграция фиктивного капитала. -М.:МО, 1983; Шенаева Вяч. Н. Международный рынок ссудных капиталов. -М.: Финансы и статистика, 1985; Казакевича В.П. Проблемы международных денег при капитализме. -М.: Наука, 1987. Диссертант опирался на отдельные аспекты проблем, связанных с мировым рынком ссудных капиталов, изложенных в трудах отечественных ученых: А.В. Аникина, М.Ю. Алексеева, А.Н. Борковского, А.П. Вавилова, Р.С. Гринберга, А.Н. Дин-кевича, М.В. Ершова, В.П. Казаевича, Ю.А. Константинова, Л.Н. Красавиной, В.В. Кузнецова, Г.Г. Матюхина, Э.И. Мангашис, В.Д. Миловидова, В.Т. Мусатова, Ю.М. Осипова, СВ. Павлова, М.А. Портного, Б.М. Смитиенко, Г.П.Солю-са, А.А. Суэтина, В.И. Суровцевой, В.В. Сущенко, Д.М. Смыслова, Ю.С. Столярова, В.М. Усоскина, И.П. Фаминского, Г.П. Черникова, Вл.Н. Шенаева, P.M. Энтова, А.А. Хандруева, Е.С. Хесина.

В начале 90-х гг. было издано несколько десятков книг и брошюр, посвященных ценным бумагам, фондовому рынку. Стали появляться специальные финансовые журналы, бюллетени аналитических агентств. Следует отметить, что такого рода издания специализируются, в основном, на каком-то одном аспекте, или проблеме рынка, являясь фактически аналитическими обзорами еженедельного состояния рынка тех или иных операций, либо являются учебниками, рассчитанными на знакомство с базовыми понятиями мирового рынка капиталов. Среди работ, которые затрагивают близкие сферы - рынки ценных бумаг, фондовые рынки, могут быть названы работы Алексеева М.Ю. Рынок ценных бумаг. -М.: Финансы и статистика, 1992; Миркина ЯМ. Ценные бумаги и фондовый рынок. -М.: Перспектива, 1995; Мусатова В.Т. Фондовый рынок: инструменты и механизмы.-М.: МО, 1991; Рубцова Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. -М.: ИНФРА-М, 1996; Мертенса А. Инвестиции. - Киев: Киевское инвестиционное агентство, 1997.

При подготовке диссертации использовались работы западных экономистов, занимающихся исследованием близких и связанных с рынком капиталов проблем: А. Вебба, С.Дж. Гроссмана, Л.Дж. Гитмана, Э.Дж. Доллана, М.Д. Джонка, Ф. Модильани, М. Миллера, Р.С. Мертона, П. Риветта, П. Спика, Т. Фишера, Ф. Дж. Фишера, В.Ф. Шарпа, С. Шварца, С. Хыоса. Диссертант имел возможность изучить опыт функционирования мирового рынка ссудных капиталов на материалах, имеющихся в библиотеках и кредитных учреждениях Люксембурга, Бельгии, Германии, Великобритании, Франции в 1995 - 1998 гг.

Недостаток или малая информативность выпущенных изданий, безусловно, не является мотивом для подготовки диссертации. Проблема намного шире. Долговые и производные инструменты, получившие исключительное развитие на мировом рынке капиталов, привлекли наше внимание тем, что они не только предоставляют участникам рынка возможности, ранее недостижимые, характерные для торговли на рынке наличных активов, но и захватывают смежные области. Возможность регулирования рыночных рисков с помощью фьючерсов, опционов и других производных инструментов; создание определенной структуры рисков, страхование от неблагоприятного движения курса, формирование инвестиционных портфелей с изменяемым риском и т.д. открывают перед современными инвесторами поистине огромные возможности. Понимание сущности производных контрактов и базисных теоретических знаний, может стать основой для повышения прибыльности операций при минимизации риска, что особенно актуально для российских банковских структур. Исполь зование передовых и гибких инструментов управления риском в разных областях придает обычным операциям с базисными активами новый смысл и привлекательность.

С другой стороны, долговые инструменты рынка капиталов при правильном их применении наравне с хеджирующими операциями срочного рынка гарантируют достаточно высокую доходность. Опыт работы ряда ведущих инвестиционных российских и иностранных банков в России подтверждает этот тезис. Это указывает на перспективность внедрения и использования операций с производными контрактами большинством российских банковских структур.

Для эффективной работы на МРСК необходимо четко представлять его совремешгую структуру, сущность, механизм, роль и место отдельных субъектов рынка, особенности обращающихся инструментов, номенклатуру стоимостных параметров и др. Безусловно, что международный обычай и опыт, обобщение и анализ которого легли в основу теоретических и прикладных по сути разделов данной работы могут оказаться исключительно важными для решения тех целей и задач, которые стояли перед диссертантом.

Целью нашего исследования стал комплексный анализ современной структуры МРСК, определение его качественных и количественных характеристик, параметров и тенденций, закономерностей его развития.

Диссертант остановился на основных и наиболее перспективных с его точки зрения инструментах МРСК, которые в современных условиях и на обозримую перспективу будут представлять несомненный интерес для практической работы российских финансовых и связанных с ними структур.

Опираясь на поставленные цели, исследование велось в четырех плоскостях: исследовались теоретические и практические аспекты перелива капитала на мировом рынке, вырабатывались методологические предпосылки для реализации задач использования долговых и производных инструментов в инвестиционной составляющей политики банковских структур; обосновывались возможности использования некоторых операций в практической работе для целей нивелирования рисков; определялись наиболее выгодные для российских структур (по издержкам и рискам) долговые инструменты.

Для достижения указанных целей были поставлены следующие задачи:

Определить объемы, перспективы роста отдельных элементов механизма МРСК;

Выявить основные тенденции, происходящего перелива капитала в современных условиях на МРСК, а также закономерностей и изменений, происшедших за последнее десятилетие на денежных рынках и рынках капитала;

Определить структурные изменения, происшедших на международных рынках долгового финансирования, как в составе субъектов, так и объектов МРСК;

Выработать практические рекомендации для российских эмитентов ценных бумаг по формированию их стратегии выхода на внешние рынки заимствований, а также для эффективного управления, возникающих при работе с долговыми бумагами рисков, с помощыо комплекса мер и использования производных инструментов;

Обосновать преимущества, предоставляемые эмитентам и инвесторам на МРСК с точки зрения удовлетворения потребностей в заимствовании средне- и долгосрочных средств;

Предложить систему и механизм управления рисками коммерческих банков посредством использования инструментария денежного рынка и взаимодействия национальных, международных и мирового рынка долговых ценных бумаг.

Таким образом, предметом нашего исследования является мировой рынок ссудных капиталов, опосредующий перелив капиталов. А также политика привлечения субъектами рынка активов и методы практической реализации задачи на этапе перехода к рыночной экономике. Объектом исследования стали инструменты, с помощью которых перелив капитала осуществляется.

Анализируя преимущества и недостатки выбора того или иного инструмента долгового финансирования, диссертант, будучи практикующим банкиром, считает, что знание характерных черт объектов рынка, представляет несомненный практический интерес.

С другой стороны, новизна работы обуславливается тем, что диссертация представляет собой первую попытку системного анализа состояния и перспектив российских инвестиционных банковских операций. Диссертант предложил новые разные виды инструментов для реализации эффективной политики внешних заимствований от федерального центра до уровня обычных коммерческих структур. Предпринята попытка нахождения комплексного решения проблем формирования и реализации инвестиционной банковской политики в период становления рыночных отношений. Новизна исследования определяется тем, что в ходе работы были использованы новые материалы и данные, позволившие определить характерные для современной ситуации тенденции развития мирового рынка ссудных капиталов, отдельных его элементов, определить и охарактеризовать операции и инструменты, с помощью которых они осуществляются. Проведен анализ конкретных инструментов предлагаемых на рынке в начале - середине 90-х годов, которые будут продолжать обращаться на нем в следующем столетии. Сделаны прогнозы развития рынка, структуры, объектов и субъектов в средне- и долгосрочной перспективе.

Диссертант расширяет представления о современной структуре МРСК. Это позволило классифицировать операции и инструменты по целому ряду новых признаков, ранее не исследовавшихся в российской экономической литературе. В процессе исследования выявлены цели и роль реструктуризации внешних источников заимствования. Для этого использовалась модель долгового финансирования коммерческих структур. Обоснована необходимость переориентации внешних источников финансирования и определены основные тенденции переключения инвестиционной составляющей, раскрываются направления и механизм миграции капитала на современном этапе, определены перспективные сферы приложения капитала.

Диссертант разработал и предложил принципиальные методы и стратегии управления рисками, в том числе портфельные, с включенными базисными активами на основе исследовавшихся в работе закономерностей становления третичного рынка.

Достойное место в работе занимает анализ последствий введения единой европейской валюты - евро в международный оборот. Высказываются соображения относительно перспектив будущих сценариев развития отдельных сегментов рынка, для этого предложены модели реструктуризации банковских операций в преддверии введения евро.

В научный оборот введены и объяснены некоторые понятия свойственные современному этапу развития МРСК: (дезинтермидация, долговое финансирование, стрнппипг, третичный рынок и др.). Автор значительно расширил представления о новых направлениях конкурентной борьбы в современных условиях на примере финансово-банковского сектора, обосновал перспективы изменения внутрибанковских структур в свете интернационализации и глобализации мировых рынков капитала.

## Современная структура мирового рынка ссудных капиталов.

В работах советских экономистов исследование проблем рынка ссудных капиталов занимает весьма почетное место. В свое время Г.П.Солюс отмечал, что рынок капиталов способствует увеличению действительного капитала и обслуживает текущие платежи, которые не вызывают роста действительного капитала2. Поэтому вполне справедливыми мы считаем выводы, сделанные И.А. Трахтенбергом. Он писал: "денежный рынок и рынок капиталов составляют один и тот же единый рынок ссудных капиталов. Но в одном случае капитал выступает не столько (хотя он и это значение сохраняет) как капитал, сколько как сумма покупательных и платежных средств, в другом - ссужаемая сумма денег выступает не столько (хотя сохраняет это значение) как деньги, сколько как капитал" . Это положение характеризует роль рынка капиталов в воспроизводственном процессе. Практически рынок ссудных капиталов образовался на базе обособления денежного капитала от промышленного. Он обеспечивает и опосредует кругооборот промышленного и торгового капиталов. Свободный перелив ссудного капитала определяется с одной стороны его избыточностью, а, с другой, возможностью его более прибыльного использования. Наблюдается реальная конкуренция между финансово-банковским и промышленным капиталом за возможности более прибыльного использования ссудного капитала. Борьба за возможности получения все большей доли прибавочной стоимости, создаваемой в производственном секторе, обостряется. Появляются новые черты перелива капитала в результате значительного роста МРСК в конце столетия. Высокая прибыльность фиктивных форм приложения для ссудного капитала по сравнению с его предпринимательскими формами играет сегодня все более важігую роль. Особенно наглядным это становится при анализе краткосрочных форм перелива капитала.

Традиционно работы Трахтенберга И.А., Солюса Г.П., Красавиной Л.Н., Шенаева Вяч.Н., Мусатова В.Т., посвященные международным и национальным рынкам ссудного капитала, представляя структуру названных рынков, выделяли ряд вполне самостоятельных секторов: краткосрочные, средне- и долгосрочные кредитные рынки, ипотечные рынки, финансовые рынки (где осуществляются операции с ценными бумагами). В дальнейшем национальные и международные рынки дополнились новым элементом: евровалютным рынком. Последний был исследован Шенаевым Вяч.Н. и понимался как "универсальный международный рынок, сочетающий в себе элементы валютных, кредитных и комиссионных операций".4

## Современное состояние и виды долговых инструментов мирового финансового рынка

Интерес международных заемщиков к широкому кругу инструментов МРСК вполне закономерен и определяется богатыми возможностями, заложенными в них. Диссертанту представлялось важным исследовать и проанализировать эти инструменты исходя из поставленной задачи определения инструментов, которые в наибольшей степени подходят российским структурам на этапе интеграции страны в мировой финансовый рынок.

Из числа наиболее распространенных в настоящее время денежных долговых инструментов заимствований можно выделить: депозитные сертификаты (Certificate of deposit, в том числе евродолларовые, негоциируемые депозитные сертификаты - Negotiable certificates of deposits); счета с обращающимся приказом об изъятии средств (так называемые нау-счета, или сберегательные счета, на которые разрешается выставление чеков) ; депозитные счета денежного рынка ; сберегательные облигации серии "ЕЕ" ; Казначейские векселя (Treasury bills или T-bills) и краткосрочные облигации; долговые обязательства центральных агентств; краткосрочные муниципальные облигации; коммерческие бумаги; евроноты; евровекселя; американские депозитарные расписки (American Depositary Receipts - ADR); ценные бумаги взаимных фондов ; ценные бумаги федеральных агентств J; международные

синдицированные кредиты ; прочие инструменты .

Как правило, краткосрочные долговые инструменты денежного рынка представляют собой сберегательные финансовые инструменты со сроком (обращения) до года, дающие возможность регулирования оборотным капиталом субъектов рынка с высокой степенью эффективности.

Предназначение краткосрочных инструментов - служить промежуточной "базой" для временного размещения свободных средств. Это своего рода резервные, ликвидные средства с минимальным риском или безрисковые. Основное различие между краткосрочными инструментами состоит в том, дисконтные ли они или купонные.

Казначейские векселя и краткосрочные облигации. Краткосрочные правительственные дисконтные инструменты (без гарантированной процентной ставки) представляют прямое обязательство американского правительства, которое должно погашаться в пределах одного года от момента эмиссии. Это высоко ликвидный безрисковый инструмент, продаваемый правительством США еженедельно на аукционе по дисконту к номиналу сроком 91, 182 или 364 дня, рыночные курсы которого относительно стабильны и, который легко реализуем на вторичном рынке. Доход инвестора117 состоит единственно в росте цены по мере приближения даты погашения векселя.

## Особенности и проблемы выхода России на мировой рынок ссудных капиталов

Россия, как и СССР, практически всегда использовала привлечение средств рынков ссудного капитала еще с дореволюционных времен. Фактический отказ от оплаты внешних царских долгов226 и оставшиеся неурегулированными проблемы, на долгий период лишили Россию возможности пользоваться заимствованиями с рынков ссудных капиталов. Но после нормализации отношений с западными странами первое социалистическое государство стало систематически прибегать к привлечению западных кредитов. Особенно активно политика внешних заимствований проводилась в 30-е годы для ускорения индустриализации и в 70-е годы в условиях начавшейся разрядки международной напряженности. Вместе с тем за годы своего существования СССР зарекомендовал себя как надежный заемщик, пунктуально выполняющий свои платежные обязательства. Этому способствовали: государственная монополия ВЭС, включая валютную монополию; плановое выделение ресурсов для обслуживания долга; возможность и готовность выполнять взятые обязательства путем свертывания импорта и снижения жизненного уровня народа; продажа за рубеж золотого запаса и т.д. В конце 80-х годов на волне политического и экономического обновления СССР снова вышла на зарубежные рынки капиталов227. В результате широкого обращения к зарубежным кредиторам внешний долг СССР быстро увеличивался. В 1991 г. (последний год существования СССР) он превышал уровень 1985 г. в 2,3 раза (65,3 и 28,9 млрд дол. США228, соответственно). Практически более 80% задолженности было представлено средне и долгосрочными кредитами. Быстро нарастала и краткосрочная задолженность, которая приобрела на сегодня постоянный характер. Долги СССР отличаются концентрацией на относительно узком круге стран-кредиторов, как в рамках Парижского клуба (официальные кредиторы), так и в отношениях с коммерческими банками. По данным Минфина России, внешний долг России составил на 1 января 1996 г. 120,4 млрд дол. США. Основная часть этой суммы - 103 млрд дол. США являются долгами бывшего СССР229.