



УРАЛЬСКИЙ
ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ

Серия «Современные финансы и банковское дело»

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ: УСТОЙЧИВОСТЬ И МЕХАНИЗМЫ РЕАЛИЗАЦИИ СТАБИЛИЗАЦИИ



МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
УРАЛЬСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ



Е. В. Стрельников

ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ: УСТОЙЧИВОСТЬ И МЕХАНИЗМЫ РЕАЛИЗАЦИИ СТАБИЛИЗАЦИИ

Монография

Екатеринбург
Издательство Уральского университета
2021

УДК 33.06
ББК 65.053
С84

Рецензенты:

Кафедра «Банковский и инвестиционный менеджмент» Уральского федерального университета
(заведующий кафедрой *М. Я. Ходоровский*, д-р экон. наук, проф.);
Черненко В. А., д-р экон. наук, проф. Санкт-Петербургского государственного
экономического университета

Стрельников, Евгений Викторович.

С84 Финансовый рынок России: устойчивость и механизмы реализации стабилизации : моно-
графия / Е. В. Стрельников ; М-во науки и высш. образования РФ. — Екатеринбург : Изд-во Урал.
ун-та, 2021. — 184 с.

ISBN 978-5-7996-3305-9

В монографии представлены основные модели финансового рынка, рассмотрены вопросы устойчивости и стабилизации финансового рынка. В предпринятом исследовании проанализированы основные этапы стабилизации финансового рынка, а также предложен алгоритм достижения устойчивости на финансовом рынке при помощи новых инструментов и применении инструментов рынка тезавраций.

Библиогр.: 212 назв. Рис. 1. Табл. 14.

УДК 33.06
ББК 65.053

ВВЕДЕНИЕ

Финансовый рынок занимает существенное значение как в мировой экономике, так и в экономике Российской Федерации. Финансовый рынок может и должен быть источником капитала для предприятий реального сектора экономики. Изучение финансового рынка, его структуры позволяет отметить, что рынок состоит из различных сегментов, на которых осуществляют свою деятельность множество различных участников. Как и для любой рыночной структуры, для финансового рынка характерна глобальная тенденция развития, которая предполагает наличие цикличности. Периодическая повторяемость процессов для развития экономики в целом была обозначена еще К. Марксом, хотя вопросы цикличности и циклического развития экономики, рынков, финансового рынка не являются предметом исследования этой работы.

Одним из проявлений цикличности является периодичность развития кризисов в любой экономической системе. Проблемы проявления кризисов в национальной экономике и на финансовом рынке видятся актуальными и для современного этапа развития российского финансового рынка. Изучение финансового рынка, проблем и тенденций развития его структурных элементов, перспектив дальнейшего роста представляется важным и необходимым. В последнее время этот рынок развивается весьма интенсивно и претерпевает определенные преобразования, что связано с объективными и субъективными факторами. Финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. и его продолжение в 2012 г., а также системный кризис российской экономики в 2014–2016 гг., который продолжается до сих пор, ведут к нестабильности всей экономической системы. Последствия всех этих кризисов весьма важны в условиях введения санкций в отношении России, поскольку прогнозируют стагнацию на финансовом рынке и способны вызвать более глубокие кризисные явления в экономике, это кардинальным образом отражается на устойчивости всей системы финансового рынка. Однако последнее возникновение нестабильности на финансовом рынке можно связать с несколькими факторами.

Первым фактором является тот, что финансовый рынок был востребован как институтами, так и индивидуальными инвесторами, которые могли использовать его и отдельные инструменты рынка для инвестирования незадействованных капиталов с целью дальнейшего получения прибыли. Это обусловило активизацию инвестиционных процессов на фондовом рынке России.

Вторым не менее значимым фактором видится неразумное использование инструментов финансового рынка, которое заметно увеличило уровень глобального риска для всей экономической системы, что наиболее ярко проявилось в период рецессии. Многие западные экономисты, прежде всего А. Гринспен, заговорили о постоянной потенциальной «инфекционности» отдельных финансовых активов

или финансовых инструментов, а также об опасности положения целых сегментов финансового рынка, способных стать причиной его дестабилизации.

Третьим фактором представляется очаговая нестабильность на финансовом рынке, например поведение некоторых участников финансового рынка. Пока не совсем понятно, насколько безопасны сегменты финансового рынка. Бесспорно, сами по себе они не могут быть безопасными или небезопасными, однако чрезмерное использование инструментов любых сегментов финансового рынка может привести экономическую систему к нестабильности, рискованности и спровоцировать возникновение кризисных явлений на финансовых рынках в частности, и в экономике в целом. Показателем относительной турбулентности и нестабильности на рынке может быть уровень глобального и/или системного риска рыночной среды. Показатель рыночной среды на финансовом рынке может свидетельствовать об уровне активов, которые утратили не только свою ликвидность, но и повысили вероятность возникновения дефолтов по конкретным активам на рынке. Эти активы можно отнести к группе так называемых «токсичных» активов. Токсичность активов в данном случае можно связать с вероятностью возникновения дефолта по конкретным финансовым активам.

Кроме того, помимо вышеуказанных причин, в течение последних 30 лет происходили изменения в мировой хозяйственной деятельности, результатом которых стало усиление процессов экономической интеграции как на российском, так и на мировом финансовом рынке. В частности, возросла роль перелива капитала, стала более существенной роль «горячих» относительно краткосрочных денег, что можно охарактеризовать как влияние процессов глобализации и увеличение рисков операций на рынке.

Многие экономисты изучали в своих работах финансовый рынок, его сегменты и вопросы устойчивости и стабильности. Теоретические основы исследования сущности финансового рынка, его особенностей, общих закономерностей развития заложены в научных воззрениях зарубежных и отечественных ученых, когнитивными основаниями которых явились постулаты монетаристской теории, кейнсинской теории, теории эффективных рынков (О. Бем-Баверк, Дж. К. Гэлбрейт, Э. Дж. Доланд, Дж. М. Кейнс, А. Маршал, А. Смит, Дж. Тобин, М. Фридман, Ф. Дж. Фабоцци, В.Н. Якимкин и др.) и рыночной экономики и свободного рынка (С.Л. Брю, А.В. Иванов, А.П. Иванов, К.Р. Макконнелл и др.). В качестве общей методологии исследования финансовых рынков выступает теория экономической динамики, развитая в фундаментальных трудах таких ученых, как Ю.И. Клименко, Н.Д. Кондратьев, Й. Шумпетер, Дж. Хикс и др. Методические подходы к трактовке сущности и содержания таких базовых экономических категорий, как «финансовый рынок», «сегменты финансового рынка», «деятельность на финансовом рынке», «субъекты финансового рынка», «устойчивость финансового рынка» разрабатывались целым рядом видных ученых-экономистов, в числе которых Ф. Бастиа, Дж. М. Бьюкенен, Р. Гильфердинг, Дж. Сорос, а также

И. А. Бланк, С. Дж. Браун, Ч. Киндлбергер, К. Р. Макконнелл, К. Маркс, Т. Пикетти, Дж. К. Халл, Ф. Энгельс и др.

Российские ученые-экономисты С. П. Архипов, Г. Н. Белоглазова, В. А. Галанов, И. В. Галкин, А. А. Суэтин, К. Р. Тагирбеков и др. разработали концептуальные основы формирования, становления и развития финансового рынка, его сегментов, комплексов разного уровня и профиля. Общие научные подходы к исследованию экономического развития финансовых рынков, инструментария финансовых рынков и их систем отражены в трудах известных ученых, придерживающихся различных научных школ и направлений, в числе которых Р. А. Акбердина, О. И. Боткин, А. Н. Буренин, В. А. Галанов, О. А. Гришина, В. В. Иванов, С. Израйлевич, В. Я. Цудикман, Р. С. Куракин, Ю-Дау Люю, С. В. Лялин, В. Д. Миловидов, С. З. Мошенский, Р. Мантенья, Я. М. Миркин, Ф. С. Мишкин, В. В. Попков, А. А. Селищев, А. С. Селищев, Н. А. Селищев, П. Сэмюэльсон, Г. Стенли, А. А. Суэтин, Дж. К. Халл, А. С. Шапкин, В. А. Шапкин, У. Шарп, В. И. Ширяев с его исследованием конкуренции на различных рынках, а также Н. Н. Талев и его теория антихрупкости финансовой системы и т. д. Научные представления о сущности финансового рынка развиты также в исследованиях А. В. Воронцовского, М. С. Марамыгина, Л. И. Юзович и др.

Предложенные в литературе научные идеи и концепции развития финансового рынка не всегда объясняют текущую ситуацию на рынке. В исследовании О. А. Гришиной, непосредственно касающемся процессов зарождения, формирования, становления и прежде всего развития финансового рынка, предлагается концептуальная модель развития финансового рынка, среди элементов которой названа необходимость стабилизации данного рынка. Как правило, исследуемые и предлагаемые методы и формы стабилизации носят явно монетарный характер, что в реальном применении на рынке может не дать желаемого эффекта стабилизации ни в период экономического роста, ни во время рецессии. Представленный факт связан с тем, что фундаментом построения финансового рынка в исследовании О. А. Гришиной является процесс регулирования банковской процентной ставки, который не всегда приводит к стабилизационному эффекту на финансовом рынке или на его сегментах. Использование преимущественно «процентного» регулирования в определенных случаях может запустить механизмы дестабилизации всего финансового рынка и тиражирования «инфицированных» активов.

Несмотря на кажущееся разнообразие исследований по изучаемой проблематике устойчивости практически не встречаются работы, непосредственно посвященные исследованию как институциональной, так и функциональной составляющей финансового рынка и их стабилизационных свойств, хотя эта тема крайне актуальна как в период рецессии, так в условиях роста рынка и его стабильного развития, в условиях «перегрева» экономики и в ситуации «инфицирования» финансового рынка различными «токсичными» активами. Кроме того, практически отсутствуют работы, предлагающие способы и методики защиты от «инфицирова-

ния» финансовых рынков как способа стабилизации финансового рынка. По этой причине мы не наблюдаем работ, в которых предлагалась бы концепция стабилизации финансового рынка и на ее основе происходило бы привлечение на рынок механизмов для последующего уменьшения уровня инфицированных активов. В настоящее время в экономической науке отсутствуют исследования, которые связывали бы инструменты относительно стабильного рынка (в частности, рынка сберегающих активов) с другими сегментами, институтами и инструментами финансового рынка. Как следствие, не исследована в достаточной степени возможность стабилизации финансового рынка при помощи применения новых инструментов.

Представленная монографическая работа является важным этапом исследования вопросов стабильности, устойчивости, стабилизации и дестабилизации финансовых рынков на примере национальных рынков Российской Федерации.

ГЛАВА 1. ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ

1.1. Сущность финансового рынка как элемента мирового рынка, взаимосвязь его финансовых инструментов

Функционирование экономики любого государства нуждается в хорошо развитом и эффективно действующем финансовом рынке. Экономика способна существовать и без него, если одни и те же хозяйствующие субъекты сэкономят средства и мобилизуют капитал для ее развития. В современном мировом хозяйстве субъекты рынка, занятые преимущественно мобилизацией финансовых ресурсов, инвестируют в реальные активы больше средств, чем сберегают. В то же время домашние хозяйства накапливают больше средств, чем расходуют на цели потребления. Как следствие, чем больше разрыв между инвестициями и сбережениями, тем актуальнее необходимость эффективного финансового рынка для распределения и перераспределения фондов денежных средств между конечными потребителями. Именно на финансовом рынке интересы конечного инвестора и конечного владельца денежных средств согласовываются оптимально и с минимальными издержками.

В общем случае финансовые ресурсы можно получить двумя основными способами: первое — безвозмездно; второе — посредством обмена, при этом финансовые ресурсы выступают объектом купли-продажи.

Вне зависимости от того, каким образом попадают на рынок финансовые ресурсы, можно определить финансовый рынок как рынок, на котором перераспределяются свободные денежные капиталы и сбережения между различными субъектами экономики путем совершения сделок с финансовыми активами.

Рассмотрим основные подходы к пониманию финансового рынка. Как отмечает Р. С. Куракин, финансовый рынок можно рассмотреть как некую совокупность структурно связанных между собой покупателей, продавцов, инфраструктуры рынка, деятельность которых осуществляется в связи с обращением финансовых активов, в отношении которых осуществляется государственное регулирование [1, с. 5]. В данном случае исследователь рассматривает финансовый рынок как некую совокупность — систему определенных взаимоувязанных компонентов, где с одной стороны рассматриваются покупатели, продавцы и инфраструктура рынка, с другой — то, что является в качестве предмета купли-продажи на рынке, т. е. это финансовые инструменты¹.

¹ В качестве объекта/предмета сделки на финансовом рынке может быть рассмотрена услуга, которая может быть сопряжена с каким-либо финансовым продуктом, или может являться отдельным элементом сделки на рынке.

По мнению Ж.-П. Борнэ и Г. Вοπлана, на финансовом рынке осуществляется первичное размещение финансовых инструментов, в частности это приобретение и отчуждение обращаемых финансовых активов [2, с. 5]. В подобном варианте Борнэ и Вοπлан применительно к рынку Французской Республики особо отмечали, что на финансовом рынке происходит первичное размещение финансовых инструментов посредством их приобретения и отчуждения. В данном случае Борнэ и Вοπлан рассмотрели лишь определенную часть понятия финансового рынка, а именно — первичный рынок, что не соответствует полной характеристике финансового рынка.

Однако если более подробно посмотреть на понятие финансового рынка, то можно выделить четыре базовых и наиболее часто используемых подхода к пониманию его сущности и функций.

1. В рамках экономико-теоретического подхода финансовый рынок может быть рассмотрен как определенная совокупность экономических отношений по поводу купли и продажи финансовых «товаров», при этом целью сделок по купле-продаже финансовых активов считается достижение бюджетного баланса экономических субъектов. Наиболее яркими сторонниками этого направления являются такие ученые-экономисты, как С. В. Барулин, О. А. Гришина и Е. А. Звонова, В. В. Ковалёв, Г. Б. Поляк, А. А. Суэтин и др.

2. Другой подход, институциональный, определяет финансовый рынок как совокупность финансовых институтов, направляющих потоки финансовых ресурсов от собственников к заемщикам. Сторонниками такого подхода являются ученые-экономисты Э. Д. Доланд, В. П. Иваницкий, К. Д. Кэмпбелл, Р. Дж. Кэмпбелл, А. А. Мишарев, А. И. Решетников, С. В. Рябцев.

3. В пределах следующего подхода финансовый рынок рассматривается как совокупность неких функционирующих структур-сегментов. Суть сегментарного подхода заключается в том, что под финансовым рынком понимается совокупность входящих в него отдельных рыночных структур со своими функциями. Такого подхода придерживаются А. Г. Грязнова, М. А. Котляров, В. Г. Садыков, Н. И. Федякова, А. К. Королёва и др.

4. Существует подход исследования финансового рынка, в рамках которого анализируется осуществление основных задач на рынке его участниками. В ракурсе данного подхода финансовый рынок принято рассматривать через призму функций, которые он выполняет, а также специфических функций, характерных для его отдельных сегментов. Такой подход поддерживают Дж. К. Ван Хорн, В. П. Иваницкий, А. И. Решетников, С. В. Рябцев.

В последнее время набирает силу так называемый системный подход к пониманию финансового рынка, когда финансовый рынок может быть представлен как сложно структурированная, открытая, целенаправленная, развивающаяся система взаимосвязанных рынков-подсистем (сегментов). К специалистам, поддерживающим такую точку зрения, относятся Н. Б. Болдырева, А. Н. Золотарёв, И. Е. Смирнова.

Таким образом, мы видим четыре основных подхода к пониманию финансового рынка, но для того чтобы понять действительную сущность финансового рынка, необходимо рассматривать финансовый рынок как совокупность финансовых и финансово-кредитных институтов, которые участвуют в реализации функциональных особенностей действия институциональных структурных рыночных элементов.

Анализируя понятие финансового рынка, необходимо уточнить, какую сферу деятельности он охватывает. С позиции одной из концепций, интерпретаций, финансовым рынком представляется сфера, где покупаются и продаются финансовые ресурсы [3, с. 764]. В рамках другой трактовки финансовый рынок представляется как сфера реализации финансовых активов и экономических отношений между продавцами и покупателями этих финансовых активов. В этом варианте мы обращаем внимание на тот факт, что финансовые активы позволяют реализовывать функции финансового рынка, что непосредственно относится к элементам функционального подхода.

Например, согласно Международным стандартам финансовой отчетности, к финансовым активам относятся любые договорные обязательства, в результате которых одновременно возникают финансовый актив у одной компании и финансовое обязательство у другой компании, при этом финансовый инструмент может быть долевым. Представленное определение категории финансового инструмента содержится в стандарте МСФО 32. Это определение появилось в результате изменения стандарта МСФО 32 «Финансовые инструменты: представление и раскрытие» и стандарта МСФО 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка», представленные стандарты были изменены в 2004 и 2005 гг., к чему и привели изменения стандарта МСФО 32 до настоящего значения.

Следовательно, одним из основных признаков финансового актива представляется его двоякая природа. С одной стороны, он может быть результатом активной операции, но с другой — неким долговым обязательством, что позволяет его отнести к пассивным операциям.

Необходимо уточнить, что финансовый актив не всегда может быть отождествлен с непосредственной собственностью, зачастую это может быть право или обязанность в будущем совершить определенные действия по купле-продаже товарных активов.

Финансовые активы нередко представляются в некой объективизированной форме в виде неких «товаров» финансовых рынков, к числу которых в первом приближении можно отнести три основные группы — это долевы, долговые и иные инструменты финансового рынка. В этой классификации к долевым инструментам мы относим облигации, т. е. инструменты только фондового рынка, долговые инструменты и иные инструменты финансового рынка мы можем рассмотреть более расширенно, так, в определенной степени к ним можно отнести:

— инструменты денежного рынка — деньги (национальную валюту в различной форме и иные краткосрочные высоколиквидные активы);

- ценные бумаги, имеющие долговую основу;
- прочие документальные инструменты, которые предполагают существование безусловного долгового обязательства страховых компаний и пенсионных фондов (страховое свидетельство, медицинский полис, страховой полис, обязательство пенсионного фонда);
- монетарное золото в виде монет и слитков из драгоценных металлов (за исключением ювелирных изделий и бытовых изделий из них), в данном варианте можно рассматривать как монетарное золото;
- инструменты рынка тезавраций (драгоценные камни, предметы искусства, антиквариат), ряд исследователей в принципе не рассматривают данный сегмент рынка как часть финансового рынка;
- кредитные обязательства/активы;
- права/обязанности по приобретению определенных финансовых активов различных сегментов финансового и товарных рынков;
- активы валютного рынка, которые можно отнести и к спотовому, и к срочному рынкам.

В процессе своего развития финансовый рынок предполагает совершение различных операций/сделок с финансовыми активами. Кроме того, совершая сделки, мы можем наблюдать выполнение различных функциональных особенностей рынка между различными участниками.

Особого внимания заслуживают исследования И. Г. Горловской. Автор определяет финансовый рынок как превращенную форму экономических отношений, поскольку рынок «является компромиссом между сферой распределения и сферой обмена».

Родовые понятия финансового рынка («финансы» и «рынок») могут исключать друг друга: «... если распределение и перераспределение при помощи финансов носит однонаправленный и безвозмездный характер, то рынок предполагает обмен эквивалентами». В то же время «невозможность сформировать финансовые ресурсы, денежные фонды для определенных целей вынуждает экономические субъекты искать их дополнительные источники за пределами сферы распределения, т. е. обращаться в сферу обмена ...». И. Г. Горловская называет финансовым материалом «предлагаемый для обмена излишек финансовых ресурсов донора, который в результате обмена превращается в финансовые ресурсы реципиента» [4].

С позиции функционального подхода финансовый рынок представляет собой систему экономических отношений, связанных с процессами эмиссии ценных бумаг, их размещения, а также актами купли и продажи (обращения) финансовых инструментов (выступающих в роли товаров на финансовых рынках), данный подход предполагает исследование основных функций, которые будут исполняться на финансовом рынке.

Таким образом, рассматривая понятие финансового рынка, необходимо учитывать, что в современной науке оно носит разноплановый характер.

Также следует учитывать соотношение понятий «финансовый рынок» и «финансовые рынки»: часто в современной экономической литературе они тождественны. На наш взгляд, с точки зрения теории важно подчеркнуть различие в их смысловой нагрузке в зависимости от контекста, в котором употребляются обозначенные термины. Очевидно, понятие «финансовый рынок» в широком смысле имеет более обобщающий характер и, как правило, предполагает рассмотрение всех его структурных элементов и звеньев (отдельных «финансовых рынков» в узком понимании) в единстве и целостности, т. е. как системного образования. Термин «финансовый рынок» в узком смысле означает отдельно взятый структурный элемент системы (к примеру, рынок ценных бумаг, валютный рынок и т. д.), но сохраняющий все ее определяющие функциональные характеристики.

Стоит отметить, что сам термин «финансовый рынок» появился в научной литературе не так давно. Так, в исследовании Дж. Тобина финансовый рынок рассматривается как аналог рынка капиталов [5]. В настоящее же время часто стирается грань между всем финансовым рынком в целом и его сегментами в частности, к примеру рынком капитала.

Зарубежная литература по экономике содержит подход, при котором в понятие финансового рынка принято включать все рынки в финансовой системе, посредством которых государственные и частные организации могут финансировать свою деятельность.

Более широкая и значимая трактовка понятия финансового рынка представлена в работах Р. Робинсона, где финансовый рынок рассматривается как совокупность прежде всего денежного рынка и рынка капиталов [6, с. 252]. С другой стороны, если обратиться к директиве ЕС 2004/39/ЕС «О рынках финансовых инструментов», то в ней перечисляются практически все сегменты финансового рынка: это регулируемые рынки, рынки ценных бумаг, денежные, рынки акций, денежной наличности, деривативов, валютные, золота и т. д.¹

Таким образом, учитывая вышесказанное, структуру финансового рынка можно представить следующим образом (рис.).

Такое понимание финансового рынка предполагает его разделение на несколько областей. В состав первой области входят рыночные сегменты, на которых происходит перераспределение свободных сбережений, накоплений, инвестиций в различные финансовые активы. На рисунке 1 также представлены составляющие, инструменты которых имеют непосредственную связь с рынками первого сегмента (I); на втором сегменте (II) мы видим уже разделение частей финансового рынка в зависимости от структурных особенностей рынков. При этом для всех сегментов финансового рынка характерно непосредственное вертикальное и горизонтальное взаимодействие как субъектов, так и отдельных инструментов различных сегментов финансового рынка. Такое функциональное институцио-

¹ См.: Bank for International Settlements : [сайт]. URL: <https://www.bis.org/>(дата обращения: 13.07.2021).

нальное взаимодействие элементов финансового рынка отчасти предполагает способствование повышенной волатильности операций на рынке.

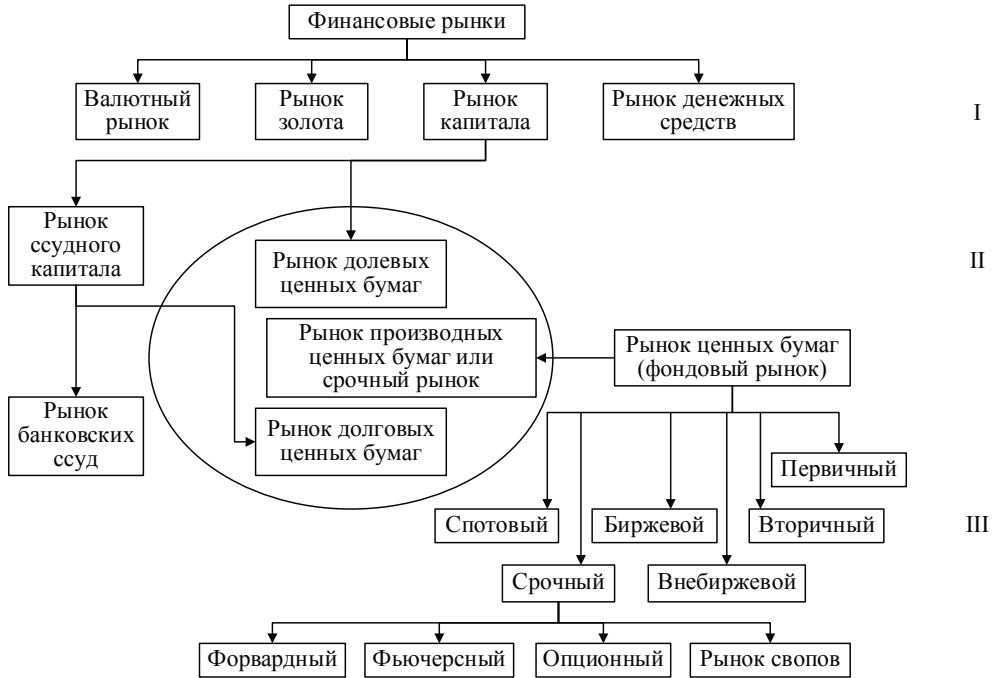


Рис. Структура финансового рынка [7, с. 345]

На рисунке видно, что элементами первого уровня являются такие сегменты финансового рынка, как валютный рынок, рынок золота, рынок капитала и денежный рынок, на этом уровне происходит первичное распределение финансовых ресурсов экономических агентов. В данном аспекте рынок капитала может быть рассмотрен как структура, состоящая из трех основных подсистем: первый сегмент (I) — это рынок ссудного капитала, который представлен в большей степени рынком банковских ссуд. В рассмотренном варианте это именно тот рыночный сегмент, в котором протекает процесс обмена двойными обязательствами, что представляется одной из форм перераспределительного процесса. Вторым сегментом (II) представляется рынок капитала, на рис. указано, что рынок капитала в своей большей части состоит из фондового рынка и срочного рынка, которые в различных соотношениях взаимодействуют между собой. Третьим сегментом (III) видится рынок ценных бумаг. Так, можно отметить, что основной, центральной фигурой взаимодействия рынка может быть рынок долевых и долговых ценных бумаг, рынок производных ценных бумаг. Более того, на другом сегменте финансового рынка, т. е. на рынке ссудного капитала могут обращаться долговые инструменты, где можно заметить определенное взаимодействие рынка

ссудного капитала и отдельных инструментов рынка ценных бумаг, т. е. долговых ценных бумаг. Кроме того, с другой позиции, сегмент фондового рынка или рынка ценных бумаг имеет прямое взаимодействие со срочным рынком, потому что большая часть инструментов срочного рынка имеет в качестве базисного актива инструменты фондового рынка. В то же время фондовый рынок по структуре может существовать в форме спотового, биржевого, опять же срочного, биржевого, внебиржевого, вторичного и первичного рынков. В подобном отношении срочный рынок можно разделить на типы рыночных структур по инструментам, обращающимся на рынке.

Другой подход к структурированию финансового рынка связан с тем, что рынок капитала, который представляется ресурсным компонентом для фондового рынка или даже рынка долевого финансирования, может быть рассмотрен в качестве площадки, на которой происходит перераспределение финансовых ресурсов. Например, на каждом сегменте финансового рынка можно наблюдать процессы, характерные практически для всех сегментов финансового рынка, которые могут вызывать не всегда оправданную волатильность, трансформирующуюся в нестабильность. В частности, на фондовом рынке происходит то же перераспределение финансовых ресурсов между владельцами акций или долей, которое наблюдается в виде долевого финансирования. Кроме того, рынок капитала представляет собой денежные ресурсы для финансирования рынка ссудных капиталов, т. е. по сути сегмента ссудного рынка. При этом на финансовом рынке происходит трансформация капиталов и дальнейшее перераспределение их среди участников денежного рынка, рынка капиталов и участников ссудного рынка, в этом случае финансовый рынок может быть представлен в виде некоего варианта возникновения нестабильности. При данном развитии событий, если на первом плане во всей структуре финансового рынка можно поставить рынок капиталов, то структурно весь финансовый рынок можно представить в виде двух основных уровней: рынка капиталов и денежного рынка.

На втором уровне (II, см. рис. на с. 12), очевидно, мы можем увидеть рынок акций, облигаций и краткосрочных ценных бумаг. Например, на этом уровне представляется оптимальным разделение финансового рынка в связи с особенностями применения отдельных инструментов, при этом данный уровень непосредственным образом взаимоувязан с первым уровнем, где и происходит перераспределение капитала, это может быть денежный рынок и рынок капиталов, т. е. рынки, генерирующие основные потоки на финансовом рынке, на втором уровне можно поставить иные сегменты финансового рынка, например рынок ценных бумаг, валютный рынок, страховой рынок.

Теоретически мы можем представить на одном уровне несколько сегментов рынка, например, поставить денежный рынок и рынок капиталов на одну чашу, поскольку на данных рынках происходит первичное перераспределение ресурсов на финансовом рынке, при этом инструментарий, который используется участниками, как правило, носит срочный характер, в связи с этим данные

инструменты мы можем также рассматривать как инструменты срочного рынка или рынок производных финансовых инструментов. Кроме того, такое положение связано с тем фактом, что операции на рынке производных инструментов тесно связаны практически с любым из рынков, входящих в структуру финансового рынка, в некотором отношении это можно сказать о любом товарном рынке, так как практически на 95 % любой товарный рынок использует в своей деятельности инструменты срочного рынка, тем более что позиция Банка России в этом отношении достаточно ясна и прозрачна. Так, согласно пункту 1, Указания Банка России от 16 февраля 2015 г. № 3565-У, базисным активом для производных финансовых инструментов могут с определенной долей успеха быть фондовые инструменты, товары, валюта, процентные ставки, уровень инфляции, официальная статистическая информация, договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами и иные условия данных договоров, товары и т. д. Кроме того, согласно пункту 6 данного Указания предполагается, что договор, являющийся производным инструментом, может содержать условия, которые не предусмотрены Указанием, для определения вида производного инструмента¹.

В частности, денежный рынок предоставляет в распоряжение государственных органов и крупных организаций краткосрочное финансирование (срочностью до одного года).

Сегментом на финансовом рынке может быть рынок капиталов, он, удовлетворяет среднесрочные (от одного года до пяти лет) и долгосрочные (свыше пяти лет) финансовые потребности хозяйствующих субъектов и государства.

Следовательно, из вышеприведенных положений можно сделать вывод, что основное назначение финансовых рынков состоит в обеспечении эффективного распределения (перераспределения) накоплений (денежных фондов) между конечными потребителями финансовых ресурсов, при этом важнейшей особенностью рынка является относительно высокая активность различных финансовых агентов (участников финансового рынка). Результатом такой активности видится высокая волатильность операций на различных рыночных сегментах, которая сопряжена с ростом риска как по отдельным финансовым операциям на рынке, так и по целым сегментам рынка, что объясняется возможной тенденцией возрастания токсичности финансовых активов. Как некий результат мы видим рост транзакций на рынке между различными рыночными субъектами. Безусловно, любое поведение экономических агентов на финансовом рынке сопряжено с функциональными особенностями рыночной структуры. В этом плане стоит отметить, что, осуществляя свою деятельность, участники рынка стимулируют финансовый рынок для проявления его функций. Существуют общие и специфические функции рынка. В современной ситуации наиболее важными представляются именно специфические функции, характерные для финансового рынка.

¹ Вестник Банка России, 2015. № 28. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/vestnik/year/2015/ (дата обращения: 20.07.2021).

Процесс обособления функций финансового рынка, выявление и обоснование новых функций рынка является дискуссионным и неоднозначным. В соответствии с одним из подходов в их числе можно выделить следующие моменты, характерные для финансового рынка и его функций:

1) реализация стоимости и потребительной ценности, заключенной в финансовых активах. В процессе выполнения этой функции происходит движение стоимости общественного продукта, которое завершается обменом денег на финансовый актив;

2) организация процесса доведения финансовых активов до потребителей (покупателей, вкладчиков). Подобная функция внешне проявляется через создание сети различных институтов по реализации финансовых активов (банков, бирж, брокерских контор, инвестиционных фондов и т. п.);

3) финансовое обеспечение процессов потребления и последующего инвестирования на рынке. Содержание представленной функции состоит в создании финансовым рынком условий для аккумуляции предпринимателями денежных ресурсов, необходимых для развития коммерческой деятельности, а также для удовлетворения личных (социальных) потребностей;

4) воздействие на денежное обращение и денежный оборот. В рамках рассматриваемой функции предполагается создание финансовым рынком условий для непрерывного движения денег в процессе совершения различных платежей и регулирования объема денежной массы в обращении. В процессе исполнения подобной функции обеспечивается проведение денежной политики государства.

Однако рассмотренный подход не является единственным и универсальным. На наш взгляд, представляется целесообразным выделять две группы функций финансового рынка в экономике:

1) общие функции, выполняемые финансовым рынком. Как и любые другие рынки (в частности, товарные), финансовый рынок выполняет некоторые общие функции: коммерческую, ценовую, информационную, регулирующую, которые могут реализовываться на финансовых рынках;

2) специфические функции финансового рынка, которые, как правило, выполняются непосредственно в процессе обращения финансовых активов на рынке, реализация функций связана с характерными особенностями финансового рынка, на котором присутствует особый вид товара — инвестиционный товар.

Таким образом, все функции финансового рынка можно разделить на два уровня. На первом уровне финансовый рынок является гибким и эффективным регулятором воспроизводственного процесса и его финансового обеспечения, поскольку его механизм позволяет осуществлять перераспределение капиталов между отраслями и сферами экономики, а также ее участниками (субъектами). Данную функцию мы можем определить как перераспределительную. На втором уровне финансовый рынок является механизмом аккумуляции и мобилизации свободных денежных средств инвесторов. Рассматриваемую группу функций финансового рынка можно назвать аккумуляющей.

В некоторых отдельных изданиях в числе специфических функций рынка ценных бумаг также указывают функцию страхования ценовых и финансовых рисков. На самом деле на рынке обращение широкого спектра производных финансовых инструментов в современных условиях позволяет решать и эти задачи. В этой связи стоит отметить, что функция страхования ценовых и финансовых рисков должна приводить к определенной динамической стабилизации рынка, т. е. при некоем приемлемом значении уровня волатильности рынка мы можем увидеть малое изменение цен на различные финансовые активы, что может привести к устойчивости рынка.

Вместе с тем, по мнению автора, достаточно важным вопросом видится вопрос изучения и анализа последующих специфических функций финансового рынка. К подобным функциям в первую очередь можно отнести трансформационную и инновационную функции финансового рынка.

Поскольку финансовый рынок — это сложное и многогранное в своей динамике понятие, необходимо четко представлять его структуру и особенности ее формирования. В свою очередь, если рассмотреть финансовый рынок с позиции концентрации центров перераспределения капитала, которые будут возможными центрами сосредоточения «горячих» денег, краткосрочных капиталов, то мы придем к следующему выводу: подобная концентрация приводит к диспропорциям на рынке и в экономике, что может вызвать увеличение риска многих операций на рынке. Для получения более детальной характеристики рынка нам необходимо рассмотреть междисциплинарные связи различных финансовых рынков и рыночной структуры в целом. На возможный междисциплинарный подход к изучению финансового рынка и его сегментов неоднократно указывалось в современной научной литературе. Достаточно важным подходом в изучении финансового рынка видится междисциплинарный подход. Сущность междисциплинарного подхода при изучении финансового рынка представляется в изучении междисциплинарных взаимосвязей, возникающих между различными финансовыми рынками в процессе взаимодействия.

В рамках изучения структуры финансового рынка можно прийти к выводу, что важнейшим структурным сегментом финансового рынка является рынок ценных бумаг. К примеру, в монографии Б. И. Алехина «Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции» [8], одной из первых отечественных работ по рассматриваемым проблемам является исследование базовых понятий финансового рынка, рынка капитала, рынка ценных бумаг. В нашем случае структура рынка видится следующей:

Финансовый рынок = рынок банковских ссуд + рынок ценных бумаг.

Исходя из внутренних особенностей и как продолжение изучения особенностей инструментария на финансовом рынке, можно выделить краткосрочные или долгосрочные инструменты. Разделение на долгосрочные и краткосрочные инструменты можно провести с позиции, что эти инструменты обращаются на рын-

ке в течение периода времени, который определяет как срок обращения, так и параметры ликвидности. В этом отношении все сегменты финансового рынка мы можем разделить на два: рынок банковских ссуд (различной срочности) и рынок ценных бумаг (также различной срочности) — все эти составляющие могут быть рассмотрены с позиции различной срочности. Например, по мнению О. В. Хмыз, денежный рынок в узком смысле может быть понят как рынок в первую очередь сверхкраткосрочных ссуд [9, с. 12]. Сверхкраткосрочность ссуд базируется на периоде действия данных ссуд до 30 дней, что для рынка межбанковского кредитования видится вполне приемлемым вариантом динамики применения инструментов. На рынке ценных бумаг мы можем наблюдать инструменты срочностью более года, что не всегда может быть представлено в полном объеме.

Однако как на денежном рынке, так и рынке ценных бумаг могут обращаться инструменты фондирования различных экономических агентов, т. е. как финансовые институты, так и субъекты реального сектора экономики.

В проекции финансового рынка есть некоторые исключения, к примеру, М. Ю. Алексеев утверждает, что финансовый рынок можно назвать рынком, обеспечивающим распределение денежных средств между участниками экономических отношений, разделением его на рынок банковских ссуд и ценных бумаг [10]. Последний же определяется Б. И. Алехиным и др. как охватывающий кредитные отношения и отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов — ценных бумаг, которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и, при необходимости, погашаться на рынке или в определенном месте, которое будет обозначено сторонами сделки.

Подобного рода разделение финансового рынка не было бы достаточно взвешенным и бесспорным (составляющая «рынок банковских ссуд» не охватывает всех отношений, связанных с кредитом, обособленным от сегментов рынка ценных бумаг), если бы оно не позволило подойти к определению рынка ценных бумаг как особого экономического института или некой особой системы экономических отношений, в рамках которой на рынке ценных бумаг можно выделить целый класс участников т. е. профессиональных участников рынка ценных бумаг и особых инструментов, которые могут эмитироваться большими партиями.

Однако очень часто отдельные сегменты финансового рынка отождествляют с целостным понятием рынка. В работе Е. В. Михайловой [11] категория «финансовый рынок» по содержанию отождествляется с категорией «рынок ценных бумаг»:

финансовый рынок = рынок ценных бумаг.

Подобный подход к понятию финансового рынка, несомненно, имеет право на существование, но не является оптимальным, поскольку рынок ценных бумаг — важный, но далеко не единственный сегмент в системе финансового рынка.

С позиции П. Ю. Бороздина [12] понятия «финансовый рынок» и «рынок капиталов» полностью идентичны:

финансовый рынок = рынок капиталов.

Позднее вышли монография Я. М. Миркина «Ценные бумаги и фондовый рынок» [3, 13] и коллективная работа «Финансы» под редакцией В. М. Родионовой [14], в которых описаны состояние и структура финансового рынка.

В научной работе «Рынок ценных бумаг» под редакцией Е. Ф. Жукова [15] широко используется термин «рынок ссудных капиталов», который «функционально и институционально включает операции частных кредитно-финансовых институтов, государственных учреждений, иностранных институтов, и «рынок ценных бумаг», который, в свою очередь, делится на небиржевой (первичный) и биржевой обороты, а также «рынок через прилавок», как он его называет, — «уличный рынок».

По нашему мнению, некорректно отождествлять понятия «финансовый рынок» и «рынок ссудных капиталов». Соответственно, основным способом вложения денежного капитала (ссуда, совладение) в составе финансового рынка нужно выделить два составляющих сегмента: ссудный рынок и рынок долевого участия.

Ссудный рынок — это определенный сегмент финансового рынка, где денежный капитал предоставляется в долг на условиях возвратности, срочности и платности, иначе говоря, капитал ссужается. В свою очередь рынок долевого участия предполагает перераспределение (вложение) свободных капиталов в долевыми финансовыми инструментами, которые присутствуют на различных сегментах финансового рынка.

В одном из отечественных исследований, посвященных финансовому рынку, проведенном Я. М. Миркиным [3], со ссылкой на зарубежный первоисточник представлен следующий подход:

финансовый рынок = денежный рынок + рынок капиталов.

В работе «Финансы» под редакцией В. М. Родионовой [14] содержится определение финансового рынка как разделенного на рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов:

финансовый рынок = рынок ценных бумаг + рынок ссудных капиталов.

По мнению автора, данный подход не совсем точен, поскольку две выделенные подсистемы (рынок ценных бумаг и рынок ссудных капиталов) имеют некоторые общие составные элементы (с точки зрения содержания проведения операций на рынке и обмена финансовыми инструментами), но может иметь и существенные различимые характеристики.

В научных изданиях последних лет представлены также другие подходы к трактовке финансового рынка и рынка ценных бумаг.

Одна из коллективных работ по ценным бумагам [15] определяет финансовый рынок как совокупность всех денежных ресурсов, находящихся в постоянном движении, т. е. распределении и перераспределении, под влиянием меняющегося соотношения спроса и предложения на эти ресурсы со стороны различных субъектов экономики. При этом, по мнению авторского коллектива, финансовый рынок состоит из трех взаимосвязанных и дополняющих друг друга рынков:

- 1) рынок находящихся в обращении наличных денег и выполняющих их функций краткосрочных платежных средств (векселей, чеков и т. п.) — денежный рынок;
- 2) рынок ссудного капитала — относительно краткосрочных и долгосрочных (фондированных) банковских кредитов;
- 3) рынок ценных бумаг (в особенности — акций и облигаций).

В подтверждение вышесказанного следует отметить, что на сегодняшний день в экономической литературе выделяются различные виды финансовых рынков.

В традиционных классификациях, которые признаются или используются большинством исследователей, принято различать:

- денежный рынок (рынок денежных средств);
- кредитный рынок;
- валютный рынок;
- рынок ценных бумаг.

В свою очередь, в составе рынка «нетрадиционных», добавочных финансовых продуктов выделяют:

- страховой рынок — рынок страховых услуг;
- рынок драгоценных металлов;
- рынок драгоценных камней;
- рынок производных финансовых инструментов.

В связи со всем вышеизложенным можно сделать вывод, что все финансовые рынки объединяются их функциональным назначением, на них происходят аккумуляция и перераспределение денежных средств в целях обеспечения необходимыми финансовыми ресурсами государства и хозяйствующих субъектов.

Денежный рынок — часть рынка ссудных капиталов, на котором обращаются краткосрочные финансовые инструменты.

В зарубежной практике к краткосрочным финансовым инструментам относят:

- казначейские облигации (Великобритания, США) и векселя (США);
- векселя;
- краткосрочные банковские депозиты сроком до 1 года;
- краткосрочные банковские кредиты сроком до 1 года до 3 лет;
- специальные банковские ценные бумаги, которые называются депозитными сертификатами.

В российской практике к краткосрочным финансовым инструментам относят:

- государственные краткосрочные бескупонные облигации (ГКО);
- векселя;
- краткосрочные банковские депозиты и кредиты;
- депозитные (только для юридических лиц) и сберегательные (только для физических лиц) сертификаты;
- краткосрочные межбанковские кредиты;
- ломбардные кредиты (кредит, который выдает Центральный банк коммерческим банкам под залог государственных ценных бумаг);
- овернайт — кредит, который предоставляется на 1 сутки.

Кредитный рынок — часть рынка ссудных капиталов, на которых обращаются долговые обязательства более продолжительного периода действия со сроком погашения свыше 1 года.

В рамках кредитного рынка можно выделить особый сегмент — рынок межбанковских кредитов, спецификой которого является присутствие только банков, в качестве и кредиторов и должников.

Валютный рынок — система отношений по купле-продаже иностранных валют и платежных документов в иностранной валюте в целях обеспечения международных расчетов, страхования валютных рисков и регулирования валютных курсов.

Рынок ценных бумаг наиболее сложен. Он имеет сложную структуру и делится на несколько сегментов (составляющих):

- рынок долевых ценных бумаг (акций);
- рынок долговых ценных бумаг (рынок государственных ценных бумаг и рынок корпоративных ценных бумаг);
- рынок денежных ценных бумаг (например, чеки, банковская сберегательная книжка на предъявителя и т. д.);
- рынок коммерческих ценных бумаг, которые обслуживают товарный рынок (например, товарные векселя, складские свидетельства и т. д.).

Рынок драгоценных металлов — система отношений купли-продажи золота, серебра и других драгоценных металлов в монетарной форме. Основной нормативный правовой акт, регулирующий эту часть рынка, — Федеральный закон «О валютном регулировании и валютном контроле», при этом базисом для совершения операций с драгоценными металлами представляется Федеральный закон «О драгоценных металлах и драгоценных камнях» [16].

Рынок драгоценных камней — система отношений купли-продажи драгоценных камней. Регулирующим актом на данном рынке будет Федеральный закон «О драгоценных металлах и драгоценных камнях» [16].

Страховой рынок — сфера денежных отношений, где объектом купли-продажи являются страховые продукты, представленные в виде особого рода услуги.

Рынок производных финансовых инструментов — это сфера денежных отношений, в которой объектом сделки является производный финансовый инструмент. Производный финансовый инструмент выпускается на уже существующий финансовый инструмент или на некий базовый актив.

Специфика производных финансовых инструментов заключается в том, что их эмиссия осуществляется при обязательном условии наличия базового инструмента при операциях на рынке. Производные финансовые инструменты позволяют купить или продать базовый товар или базовые финансовые инструменты через определенное время по цене, определенной в момент покупки-продажи этого производного инструмента.

К производным финансовым инструментам относят:

- 1) опционы;
- 2) фьючерсы;

- 3) депозитарные расписки:
- американские (АДР);
 - российские (РДР) — купля-продажа акций без их перемещения через границу;
 - европейские (ЕДР);
 - глобальные (ГДР).

Функционирование финансовых рынков обусловлено (предопределяется) рядом параметров:

— действием экономических факторов: например, существованием частной собственности на финансовые ресурсы и наличием системы рыночной торговли;

— наличием правовой основы их деятельности (нормативные правовые акты, а также подзаконные регулирующие документы);

— влиянием институциональных факторов, что связано с наличием в экономике институтов, которые обеспечивают эффективное функционирование финансовых рынков (например, институты дилеров, брокеров, кредитных организаций).

Кроме того, финансовый рынок существует в двух формах:

1) организованный рынок — это рынок, который функционирует по определенным правилам, установленным банками и биржами;

2) неорганизованный рынок, представляет собой сферу обращения финансовых активов с помощью других каналов.

Очень часто большинство исследователей выделяют первичный и вторичный финансовые рынки. На первичном сегменте рынка производится первичное размещение только что выпущенных в обращение финансовых активов. Назначение первичного рынка состоит в привлечении дополнительных финансовых ресурсов, необходимых для инвестиций в производство и других целей. На втором сегменте производятся операции по вторичному формированию фондов денежных средств посредством совершения операций на рынке с инструментами после первичного распределения и первичных операций на рынке.

По сути тех операций, что совершаются на рынке, в процессе функционирования вторичного рынка происходит обращение ранее выпущенных финансовых активов. Кроме того, в процессе купли-продажи актива определяется его действительный курс (цена), т. е. производится котировка (формирование курса) финансового актива. Вторичные рынки производят перераспределение уже имеющихся ресурсов в соответствии с потребностями и возможностями различных участников рынка.

Таким образом, как показывает предварительный анализ, единых и общепризнанных в современной экономической литературе мнений о структуре и элементах финансового рынка, равно как и подходов к определению понятий денежного рынка, рынка капиталов и рынка ценных бумаг, валютного рынка, страхового рынка, рынка тезавраций и их соподчинении (субординации), на сегодняшний день не существует.

Обобщая все изложенное выше, мы можем сделать несколько выводов.

1. Некоторыми авторами отождествляются понятия «финансовый рынок» и «рынок ссудных капиталов». На наш взгляд, это не совсем точно, если понятие «финансовый рынок» рассматривается в широком смысле. Как известно, ссудный капитал есть особая форма капитала, а именно — денежный капитал, предоставляемый его владельцем — кредитором в ссуду заемщику на условиях возвратности, платности (в виде процентов), обеспеченности. В этом контексте, действительно, рынок ссудных капиталов, на котором аккумулируются и обращаются денежные средства, представляет собой важный элемент рынка финансовых ресурсов (финансового рынка), с помощью которого корпорации изыскивают источники финансирования своей деятельности. Вместе с тем в структуре финансового рынка, на наш взгляд, просматриваются такие элементы, которые к рынку ссудных капиталов прямого отношения не имеют, хотя и связаны с ним косвенным образом. Другими словами, на финансовом рынке в широком смысле слова аккумулируются и перераспределяются не только денежные капиталы, предоставляемые в ссуду, но также капиталы, движение которых осуществляется по несколько иным принципам. При этом движение капиталов различного порядка и рода («горячие», инвестиционные и т. д.) происходит в единой рыночной системе, в которую вовлечены практически все сегменты финансового рынка, степень вовлечения может быть различной, но что она присутствует — это бесспорный факт. Стоит подчеркнуть, что фондовый рынок представляется центральным звеном в структуре перераспределения финансовых ресурсов на рынке. В частности, можно утверждать, что в случае обращения акций, приобретатели которых (как первые, так и последующие) никаких ссуд в строгом значении этого слова никому (в нашем примере — публичным акционерным обществам — эмитентам) не предоставляют, т. е. финансовые взаимоотношения в последнем случае не облекаются в форму ссудной (заемной) операции. Вместе с тем не стоит отрицать наличия тесной связи между всеми структурными элементами финансового рынка. Как уже было отмечено, в литературе одними авторами отождествляются понятия «рынок ценных бумаг» и «фондовый рынок», другие же исследователи, наоборот, видят между ними некоторые различия. По нашему мнению, дифференциация этих понятий, действительно, может иметь смысл, если в качестве основы для этого принять экономическое содержание, характер обращающихся на этих рынках инструментов с точки зрения их участия в инвестиционном процессе. В самом деле, рынок ценных бумаг сам по себе весьма неоднороден, поэтому целесообразно выделение в его составе отдельных сегментов (секторов): рынок акций и облигаций (фондовый рынок); рынок товарных ценных бумаг (товарные векселя, коносаменты); рынок денежных ценных бумаг (чеки, сберегательные книжки на предъявителя, финансовые векселя). Таким образом, в той части, в какой рынок ценных бумаг основывается на деньгах как на капитале, он является фондовым рынком и в этом своем качестве есть составная часть финансового рынка. Фондовый рынок образует значимую часть рынка ценных бумаг. Оставшаяся часть рынка ценных бумаг

в силу своих сравнительно небольших размеров не получила специального названия, поэтому нередко понятия рынка ценных бумаг и фондового рынка можно считать синонимами. Нам представляется корректным называть эту часть рынка ценных бумаг рынком денежных и товарных ценных бумаг, или рынком прочих ценных бумаг, что также будет вполне уместным в подобной ситуации.

Следовательно, на наш взгляд, употребление термина «фондовый рынок» наиболее приемлемо в том случае, когда рассматривается его инвестиционный аспект, что, собственно, и прослеживается в экономической литературе последних лет. В частности, это связано с тем, что инвестиции в большинстве случаев сопряжены с фондами — с перераспределением фондов денежных средств, фондов капитала.

2. В нашем исследовании изначально в качестве отправной точки четко определен тот аспект обращения ценных бумаг и функционирования их рынка, который связан с опосредованием ими инвестиционного процесса, мы можем использовать термины «фондовый рынок» и «рынок ценных бумаг» как равнозначные и обозначающие синонимичные понятия. Другими словами, в рамках нашего исследования мы анализируем только те ключевые элементы и аспекты функционирования финансового рынка, которые охватываются категорией «структура финансового рынка».

3. В структуру финансового рынка достаточно прочно вошли такие сегменты, как валютный рынок, о которых сказано далее;

4. Рынок золота, или рынок тезавраций. На этом рынке происходит аккумуляция сбережений и накоплений и последующая их трансформация в инструменты данного рынка, подобная трансформация или перераспределение свободного капитала в первую очередь связаны с возможностью избегания риска потери капитала, в частности инструменты рынка тезавраций предполагают такую возможность.

5. При рассмотрении структуры финансового рынка в качестве его неотъемлемого элемента необходимо выделять срочный рынок. Фактически все авторы, как мы увидели выше, рассматривают срочный рынок как элемент, составную часть системы более высокого порядка — финансового рынка. Вместе с тем на данном этапе развития экономики, очевидно, неполно выглядит формула, согласно которой финансовый рынок включает денежный рынок и рынок капиталов, так как отражает одну из сторон классификации инструментов рынка ценных бумаг — по сроку привлечения инвестиционного капитала.

Кроме того, рассматривая другие сегменты финансового рынка, можно увидеть подобные процессы. Валютный рынок можно представить в виде финансового центра, где сосредоточена купля-продажа валют и ценных бумаг в валюте, цена на которые формируется на основе спроса и предложения на них.

Другой немаловажной структурной единицей финансового рынка является валютный рынок. Валютный рынок — это часть, сегмент финансового рынка, на котором происходит перераспределение свободных капиталов, номинирован-

ных в иностранной валюте. В результате такого перераспределения формируется совокупность всех отношений, возникающих между субъектами валютных сделок. Эти отношения следует рассматривать как отношения между различными субъектами экономики с целью передачи свободного капитала в виде варианта избыточной ликвидности, при этом избыточная ликвидность на данном сегменте финансового рынка представляется особой спецификой, которая заключается в особенностях предмета: происходит трансформация (передача) ликвидности от одного рыночного субъекта к другому. Таким предметом представляется финансовый инструмент или совокупность инструментов, обращающихся на валютном рынке. В данном случае мы можем выделить два типа/вида инструментов: иностранные валюты, или валютные котировки, применяемые на рынке, в подобных обстоятельствах не имеет значения, о каких валютах идет речь (о свободно конвертируемых или ограниченно конвертируемых), главное в данном случае — это принадлежность валюты и ее оборотоспособность в рамках платежной системы иностранного государства; ценные бумаги, стоимость которых номинирована в иностранной валюте и которые могут использоваться в качестве средства платежа по обязательствам, выраженным в иностранной валюте. В обоих перечисленных случаях мы имеем дело с финансовыми инструментами, которые позволяют осуществлять перераспределительный процесс и процесс перевода ликвидности именно в иностранной валюте, что и является одним из квалифицирующих признаков функциональности валютного рынка.

Валютный рынок в первом приближении представляет собой совокупность сделок с иностранной валютой, различными финансовыми инструментами, выраженными в иностранной валюте, с целью перераспределения валютной ликвидности на рынке.

Если наблюдать за процессами, происходящими на рынке, то с *институциональной* точки зрения валютный рынок представляет собой множество коммерческих банков и других финансовых институтов, связанных друг с другом сетью коммуникационных средств связи, с помощью которых осуществляется торговля иностранной валютой или ценными бумагами, номинированными в иностранной валюте. Одной из форм организации торговли валютой является межбанковский валютный рынок. Стоит отметить, что существование валютного рынка может рассматриваться с позиции осуществления именно биржевых операций с вышеперечисленными финансовыми инструментами валютного рынка. В данном случае важной и одной из основных структурных единиц в системе существования валютного рынка представляется существование валютной биржи как некоего инфраструктурного института в структуре рассматриваемого рынка.

Можно рассмотреть валютный рынок с *функциональной* точки зрения — как элемент финансового рынка, на котором финансовые институты, выполняя различные операции, реализуют разные рыночные функции (перераспределительная, функция сохранения валютной ликвидности, функция хеджирования, ценовая функция и т.д.). Подобный подход к описанию валютного рынка позволит

выделить основные функции, определяющие место и значение валютного рынка в структуре финансового рынка.

Основными действиями на рынке представляются валютные операции, которые осуществляются в основном через банки (кредитные организации), выполняющие на договорной основе платежные и иные поручения иностранных банков-корреспондентов. Банки совмещают 85–95 % валютных сделок между собой на межбанковском рынке, а также с иными субъектами экономики. Межбанковский рынок можно разделить на прямой и биржевой. Банки, которым предоставляется право на проведение валютных операций, называются уполномоченными, девизными или валютными.

Таким образом, можно отметить, что одним из основных финансовых институтов на валютном рынке видятся именно кредитные организации.

Исходя из всего выказанного о валютном рынке, можно отметить, что данный сегмент финансового рынка имеет двойную функциональную область применения: с одной стороны, валютный рынок, который участвует в перераспределении валютной ликвидности на рынке, с другой стороны, валютный рынок может быть представлен в виде структуры, предлагающей определенные инструменты для уменьшения рискованности операций не только на самом валютном рынке, но и на других сегментах финансового рынка. В этом отношении валютный рынок можно представить в виде некой рыночной структуры, в рамках которой происходит одновременно и перераспределение валютной ликвидности, и трансформация финансовых требований, цель которой видится в представлении активов, стремящихся к минимизации рыночного риска. При этом особенностью валютного рынка представляется открытая возможность взаимодействия с различными сегментами финансового рынка. В частности, валютный рынок в процессе перераспределения валютной ликвидности может использовать операции с различными ценными бумагами, являющимися предметом купли-продажи. В этом отношении можно сделать логическое заключение, т. е. некую цепочку:

валютный рынок > рынок ценных бумаг.

Можно отметить, что валютный рынок в своем обращении имеет не только иностранную валюту, но и финансовые инструменты, которые можно отнести к фондовому рынку. Данные инструменты могут трансформировать и/или перераспределять финансовые ресурсы с одних рынков на другие в рамках системы сегментов финансового рынка.

Следовательно, с позиции сегментов валютного рынка, финансовый рынок можно представить в виде трансформационного механизма перераспределения финансовых активов, объективированных в виде денежных средств, которые могут быть перераспределены между различными сегментами финансового рынка, в результате чего следует отметить особенности финансового рынка:

1) при активизации операций по трансформации одних активов в другие на рынке повышается общий уровень волатильности;

2) повышение общего уровня волатильности оказывает непосредственное влияние на повышение общих рыночных рисков на финансовом рынке;

3) при вышеописанном положении на финансовом рынке наблюдается тенденция поиска относительно безрисковых активов и последующей аккумуляции свободных денежных средств в менее рискованные рыночные инструменты. В частности, это касается инвестиционного капитала, который аккумулируется на финансовом рынке и на его сегментах;

4) финансовый рынок имеет непосредственную связь с инвестициями и инвестиционным процессом, которые напрямую связаны со структурным наполнением, т. е. рыночным наполнением;

5) процесс поиска относительно безрискового актива или актива и с приемлемым соотношением пропорции риск-доходность позволяет формировать менее рискованные инструменты, при этом на рынке могут появиться целые рыночные сегменты, которые могут предложить некую совокупность инструментов с пониженным рыночным риском, что имеет очень важную для инвестиционного процесса роль.

Другой важной составляющей финансового рынка является *кредитный рынок*, представляющий собой «сегмент финансового рынка, на котором осуществляются операции по купле-продаже кредитных ресурсов на условиях платности, срочности и возвратности» [17, с. 476]. В условиях рыночной экономики на кредитном рынке обращаются финансовые инструменты, предполагающие предоставление кредита в различных формах, это определяет его основную функцию — аккумуляцию свободных денежных средств в особой форме — в виде кредитных ресурсов, доступных узкому кругу субъектов экономической деятельности.

Инструменты кредитного рынка можно отнести к инструментарию рынка капиталов. На рынке капитала — непосредственной основе финансового рынка — происходит перераспределение свободных капиталов и их дальнейшее инвестирование в различные доходные финансовые активы в виде инвестирования посредством использования кредитных продуктов. Как отмечает Р. А. Акбердина, это возможно и вполне приемлемо для экономики, переживающей стадию роста [18]. Подобная тенденция наблюдалась на финансовом рынке и, в частности, на рынке капиталов в период бурного роста экономики 2004–2007 гг. (в этот период, например, 10 крупнейших российских банков увеличили свой капитал более чем в 3,5 раза [19]). В настоящее время в связи с санкционным режимом в отношении основных российских компаний можно наблюдать определенную стагнацию на кредитном рынке.

Однако в период всеобщей стагнации, а тем более в период глубокой рецессии на финансовом рынке могут происходить диаметрально противоположные процессы. Одной из характерных особенностей наступившей рецессии (как, впрочем, и прежних кризисов) является повышенный спрос на объекты рынка тезавраций [20]. Например, субъекты финансового рынка, в частности рынка капиталов и денежного рынка, в связи с общей нестабильностью начинают предпочитать

вложение свободных денежных средств в активы, которые в условиях нестабильности имеют тенденцию к сохранению своей стоимости. Такие активы присутствуют на рынке тезавраций¹.

Вложение средств в золото и драгоценные камни на финансовом рынке может происходить в самых разнообразных формах (приобретение золотых слитков, золотых монет — как старинной чеканки, так и выпущенных в современный период, приобретение сертифицированных драгоценных камней) и составляет один из объектов рынка тезавраций.

Операции на рынке тезавраций, т.е. операции с золотом и драгоценными камнями в целом достаточно капиталоемкие и иногда относительно рискованные, поэтому в период обычного развития экономики или ее роста их проводят только крупные инвесторы. Такие инвестиции можно осуществлять только после тщательного изучения текущей ситуации, будущих тенденций, положения сегментов финансового рынка [21, с. 25]. Информация об инструментах финансового рынка также необходима для принятия взвешенного инвестиционного решения [22, с. 112].

Одним из сегментов рынка тезавраций является рынок коллекционных образцов (произведения искусств и антиквариата). Варианты инвестирования в коллекционные предметы многообразны. В период рецессии становятся популярными инвестиции в такие предметы рынка тезавраций, как коллекционные монеты различных видов. Инвестиционная привлекательность одних монет определяется стоимостью золота и серебра, из которых они изготовлены (в данном случае монеты представляют интерес только с точки зрения оценки веса металла). Другие монеты имеют самостоятельную коллекционную ценность, которая напрямую не связана со стоимостью драгоценного металла, из которого сделана монета. Ценность таких монет обусловлена их редкостью или коллекционной стоимостью, значительно превышающей стоимость металла. Интересен процесс ценообразования данного актива. Цены на коллекционные монеты определяются на аукционах. Подобные монеты могут также приобретаться в антикварных магазинах или посредством индивидуальных договоренностей. Однако инвестиционная привлекательность таких объектов может быть как достаточно большой, так и практически минимальной из-за специфичного спроса на данный инструмент. Несмотря на то, что в условиях рецессии рынок тезавраций становится наиболее привлекательным для инвестора во всех странах, рынок коллекционных монет как сегмент рынка тезавраций может рассматриваться инвестором не как «тихая гавань», а как часть финансового рынка с большой степенью риска, потому что в данном сегменте мы можем наблюдать повышенную волатильность. Такая тенденция характерна не только для России, но и для развитых стран [23, с. 135].

¹ Наиболее очевидно эта тенденция прослеживается на рынке золота, так, при возникновении периода повышенной волатильности и увеличении риска по операциям на рынке ценных бумаг в 2008 г., капитал стал переходить на менее рискованный сегмент рынка, т.е. на рынок золота, за 6 месяцев 2008 г. золото выросло в цене более чем на 47%.

Не менее важным сегментом рынка тезавраций являются драгоценные камни. Это предметы, обладающие высокой стоимостью, которая увеличивается с течением определенного периода времени.

Рынок драгоценных камней следует разделить на два уровня:

1) рынок коммерческих драгоценных камней, которые в период кризиса не растут, а падают в цене; такие камни являются основным источником для ювелирной промышленности;

2) рынок инвестиционных драгоценных камней, которые с течением времени, даже в период рецессии, сохраняют свою стоимость.

Принципиальное различие этих предметов рынка тезавраций заключается в том, что со временем инвестиционные драгоценные камни увеличивают свою стоимость, что служит дополнительным обеспечением ликвидности компании, в то время как коммерческие камни по прошествии времени теряют свою стоимость и понижают уровень ликвидности компании в случае инвестирования в них.

В современных условиях, актуализирующих стабильность при сохранении уровня надежности сбережений инвестированных на рынке тезавраций, данный рынок представляется одним из привлекательных сегментов финансового рынка.

Рынок драгоценных камней является частью рынка тезавраций и неотъемлемым элементом финансового рынка. Под воздействием ее неблагоприятных последствий рецессии рынок драгоценных камней, осуществляя важнейшую функцию — сохранения текущего уровня ликвидности, становится гарантом стабильности для инвестора. Функция сохранения текущего уровня ликвидности отчетливо проявляется и в условиях продолжающейся депрессии. Подобный уровень стабильности вполне может быть обеспечен и для отдельных рынков в рамках финансового рынка. Более подробно данный рынок с позиции обеспечения стабильности рассмотрен в пятой главе исследования.

Подводя итог изложенному, касающемуся сущности, форм и методов функционирования финансового рынка и его составляющих, мы можем обратиться к функциональным особенностям финансового рынка. В этой связи представляется интересным мнение А. А. Суэтина, который отмечал, что финансовый рынок обладает следующими особенностями [24]:

- мобилизует временно свободный капитал из многообразных источников;
- эффективно распределяет аккумулированный свободный капитал между многочисленными конечными потребителями;
- может определить наиболее приемлемые способы вложения капитала в инвестиционной сфере;
- формирует рыночные цены на отдельные финансовые инструменты и услуги, объективно отражающие складывающееся соотношение между спросом и предложением;
- осуществляет квалифицированное посредничество между продавцом и покупателем финансовых инструментов;

- формирует условия для минимизации финансового и коммерческого риска;
- ускоряет оборот капитала, иными словами, способствует активизации экономических процессов.

Финансовый рынок имеет непосредственную связь с инвестициями: в результате перераспределительного процесса на финансовом рынке формируются инвестиционные потоки в различные отрасли экономики. Как следствие, финансовый рынок практически невозможно представить без инвестиционного процесса в экономике.

Понятие инвестиционного процесса напрямую связано с понятием инвестиции. Так, «инвестиции» — это элемент динамического процесса, который связан с понятием «инвестиционная среда» и «инвестиционный процесс». Инвестиционная среда и инвестиционный процесс тесно взаимодействуют с той областью, где совершаются операции по инвестированию. В нашем случае происходит инвестирование в финансовые активы, следовательно, такой тип инвестирования характерен для финансовых рынков. На существование данного факта указывали У. Шарп, Г. Александер и Дж. Бэйли, т. е. инвестирование на финансовом рынке, в том числе на любом его сегменте, по определению связано с понятиями «инвестиционная среда» и «инвестиционный процесс». Инвестиционная среда представляет собой «совокупность определенных инструментов, обращающихся на финансовом рынке, обусловленных их приобретениями и продажами» [25, с. 207]. Экономический смысл существования инвестиционного процесса представляется совокупностью некоторых активов, которые обладают определенной долей ликвидности и могут без труда или с некоторыми затруднениями реализовываться на текущем рынке. Инвестиционная среда — это совокупность тех активов, которые оборотоспособны на данном рынке. Понятие «оборотоспособность» напрямую сопряжено с понятием «ликвидность рынка». Инвестиционная среда рынка напрямую связана с интенсивностью инвестиционного процесса. Инвестиционный процесс — методологическая основа принятия решений по выбору активов, рассматриваемых в качестве объектов инвестирования. Следовательно, любой рынок, на котором осуществляется инвестиционная деятельность, обладает определенной инвестиционной средой. На любом рынке инвестор принимает решение по поводу инвестирования в определенные виды активов. На рынке осуществляется инвестиционный процесс. Данные структурные элементы характерны практически для всех рынков, и финансовый рынок не является исключением.

Таким образом, анализируя структуру финансового рынка и категорию инвестиции, можно отметить, что финансовый рынок представляет собой рыночную структуру, в которой обращается особый вид товара. По мнению многих экономистов, сущность финансового рынка видится очень специфической. Так, сущность любой экономической категории проявляется через его функции. По мнению С. В. Лялина, основная функция финансового рынка — «превращение сбережений в инвестиции, т. е. с помощью финансового рынка те экономические субъекты, у кого есть сбережения, имеют возможность передать их тем, кто намерен осуществить инвестиции» [26, с. 7].

Данная позиция представляется весьма спорной по следующим основаниям.

Во-первых, еще А. Смит, Д. Рикардо и Дж. М. Кейнс доказали, что инвестирование может осуществляться не только на финансовом рынке — формы инвестирования многогранны и многовариантны [27 и др.]. Й. Шумпетер предположил, что инвестиции не всегда направлены на получение отдачи в денежной форме, вполне возможно инвестирование с последующим получением некоего социального эффекта [28, с. 341]. О возможности инвестирования вне денежных активов, носящих социальный характер, упоминал О. фон Бем-Баверк [29, с. 125]. Подобные формы инвестиций на финансовом рынке фактически невозможны, о чем неоднократно указывалось в экономических исследованиях различных периодов.

Во-вторых, финансовый рынок предполагает создание таких условий, при которых правами инвесторов на финансовом рынке могут пользоваться не только субъекты, осуществляющие сбережения. Как указывает профессор Оксфордского университета Б. Эйхенгрин, на любом финансовом рынке и его структурном элементе, будь то мировой, локальный (страновой) или региональный финансовый рынок, субъектами, осуществляющими непосредственное инвестирование, является малая часть рынка, все остальное пространство занимают компании и/или брокеры, профессиональная обязанность которых заключается в помощи инвесторам, имеющим собственные сбережения [30, с. 16].

В-третьих, помимо присутствия на финансовом рынке его структурных элементов, может осуществляться множество операций по инвестированию свободных денежных средств, как правило, в объекты, которые имеют тенденцию к увеличению своей стоимости. При этом следует отметить, что процесс увеличения стоимости, как правило, связан с увеличением волатильности отдельных финансовых инструментов, что ведет к увеличению риска операций на рынке.

Следовательно, финансовый рынок можно рассмотреть с позиции того, что это чрезвычайно сложная многоуровневая система, в которой свободные денежные средства и другие финансовые активы его участников обращаются самостоятельно, независимо от обращения реальных товарных потоков, при этом процесс обращения активов связан с развитием процесса волатильности инструментов на рынке. Финансовый рынок в любой своей форме предполагает манипулирование различными финансовыми инструментами, он обслуживается специфическими финансовыми институтами, располагает разветвленной и разнообразной инфраструктурой. Кроме того, экономическое содержание отношений, складывающихся на финансовом рынке, предполагает большое количество субъектов инвестирования, которые вносят свой вклад в формирование и последующее функционирование финансового рынка.

Значит, по своей экономической природе финансовый рынок необходимо определить как механизм аккумуляции и перераспределения на конкурентной основе финансовых ресурсов между различными его участниками. Такое перераспределение может осуществляться между странами, регионами, отраслями и отдельными субъектами экономики. В результате распределения возникают вза-

имоотношения между кредиторами и заемщиками. Данный тип экономических отношений зависит от того, на каком из сегментов финансового рынка появляются экономические отношения по обмену денежных средств на активы. При этом обращающиеся на нем активы должны обладать соответствующей инвестиционной привлекательностью.

Функционирование финансового рынка предполагает определенное структурирование, выделение отдельных инвестиционных элементов, функционирующих по своим правилам и законам. Формирование финансового рынка в условиях развивающейся экономики связано со становлением финансовых институтов, т. е. специфических участников рынка, имеющих институциональную структуру.

В процессе становления новых сегментов или отдельных финансовых институтов на финансовом рынке могут происходить создание и генерация новых финансовых пузырей. Типичный пример — это события на Шанхайской и Шеньчженской биржах весной 2015 г. «Надувание» финансового пузыря вполне логично для любых финансовых рынков, если это так, то создание инструментов, способствующих уменьшению рискованности операций, в целом на финансовом рынке и его сегментах.

Кроме того, понятие «финансовый рынок» можно рассматривать с двух основных позиций: с одной стороны, формирование финансового рынка сопряжено с формированием и ростом других рынков, их функционированием в рамках финансового рынка (валютный рынок, рынок капитала, рынок ценных бумаг, рынок финансовых производных, рынок тезавраций), а с другой — финансовый рынок напрямую зависит от совокупности инструментов, обращающихся на нем. При всем многообразии инструментов финансового рынка в настоящее время отсутствует инструмент, который был бы приемлем для инвестирования в условиях экономического кризиса, стагнации и был бы наименее волатильным, т. е. менее рискованным и приемлемым для инвестирования в период нестабильности. О данной особенности современного финансового рынка упоминал Дж. Сорос [31].

Например, как отмечает С. А. Белозеров, в зависимости от специфики и принадлежности соответствующих рынков, они могут разделяться на различные составляющие рынка [32, с. 66]. В частности, это касается и финансового рынка.

А. А. Суэтин не рассматривает финансовый рынок и его инструменты с позиций сохранения ликвидности и позиции оценки уровня волатильности и рискованности различных инструментов. При любых тенденциях в мировой экономике это очень важно, что подтверждается недавними процессами на финансовом рынке, когда его падение казалось неизбежным для большинства участников [24, с. 47].

Как правило, на любом сегменте финансового рынка появляется еще одна новая особенность: финансовый рынок должен не просто рассматриваться как сфера инвестирования свободных денежных средств, но и предоставлять определенные гарантии для инвестора. Например, для определенной группы участников финансовый рынок и его сегменты становятся способом и методом сохранения и поддержания ликвидности на определенном уровне, объектом хеджирования

или страхования риска при потере ликвидности. Для этого рынок снабжен своеобразным страховочным механизмом в виде некоего инструментария рынка финансовых производных. В настоящее время в научной среде развернулась широкая дискуссия по поводу «инфекционности» рынка финансовых производных. При этом стоит отметить, что «инфекционность», «уровень инфекционности финансового рынка» напрямую зависят от волатильности операций на финансовом рынке. Уровень волатильности на разных сегментах финансового рынка различен, как итог, не одинаков уровень инфицированности и уровень токсичности соответствующих рынков. Различие уровней волатильности сегментов финансового рынка продемонстрировал, на наш взгляд, последний мировой экономический кризис, показавший несовершенство существующих деривативов, которые, во-первых, характеризовались повышенной волатильностью и инфицированностью финансовых активов, во-вторых, рынки были неспособны представить варианты приемлемой диверсификации рыночных рисков.¹ В этой связи взаимосвязь рынка деривативов и структурирование его отдельных производных с использованием рынка драгоценных камней представляется весьма перспективным с позиции достижения стабилизации инвестиционного процесса на финансовом рынке. Это связано с тем фактом, что снижение волатильности, инфицированности и риска на финансовом рынке позволит стабилизировать сегмент финансовых производных и, как следствие, — остальные сегменты финансового рынка.

Необходимо остановиться также на позиции Р. Гильфердинга, который рассматривает финансовый рынок как место для преобразования финансового капитала из производственного в различные формы, которые и являются отдельными финансовыми инструментами: акциями, облигациями, ссудами и т. д. [33, с. 139].

Современный финансовый рынок, реформирование которого представляет собой квинтэссенцию процесса оздоровления современной финансовой системы, как указывал О. И. Боткин [34], характеризуется следующими особенностями: финансовый рынок не просто мобилизует свободный капитал, а скорее, оттягивает на себя капитал из реального сектора экономики. Данный процесс приводит к образованию на рынке финансовых продуктов или их совокупностей, которые, образуя некие «островки», могут дезорганизовать работу всего финансового рынка, подорвать его стабильность. Такие особенности поведения на рынке есть не что иное, как результат глобализационных явлений в экономике [35, с. 113]. Глобализационные явления в экономике и, в частности, на финансовом рынке — это особенности функционирования финансового рынка, которые дезавуируют сами себя. Этот факт косвенным образом подтверждают и зарубежные специалисты, например, группа американских экспертов из JP Morgan в книге «Глобальная экономика в переходный период» делает следующий вывод: «... по мере того как финансовые институты и финансовый капитал все больше выходят за границы национального

¹ Например, по мнению Г. Н. Белоглазовой и Л. П. Кроливецкой, одна из основных функций финансового рынка — это функция управления рисками, в рамках которой финансовый рынок предлагает варианты снижения рисков по текущим операциям с финансовыми активами.

финансового пространства, формируется новая «постнациональная ...» география. В центре этой географии образуется группа все более могущественных и влиятельных финансовых структур, состоящая из густой сети финансовых институтов и рынков, которые распространяют свою власть в глобальном масштабе...» [36, с. 78]. Данная неопределенность усиливает развитие разнонаправленных тенденций на финансовых рынках, которое увеличивает глобальное перемещение капитала, имеющее стихийный характер. Масштабы такого перемещения настолько широки, что никакие частные и тем более государственные управляющие структуры не в силах эффективно их контролировать. Рост неопределенности на различных финансовых рынках еще раз подтверждает верность идей В.Н. Якимкина, утверждавшего, что финансовые рынки мира все в большей степени становятся «заложниками» согласованной политической воли их основных участников (правительство разных стран, их центральных банков и пр.). Становится ясно, что «перспективы экономического развития всех государств мира взаимосвязаны между собой точно так же, как связаны основные тренды мировых фондовых, денежных, валютных, товарных рынков, а также их стержня — рынка капиталов» [37, с. 7].

Рост неопределенности на финансовом рынке в любой форме стимулирует развитие механизмов управления данными рисками. Как известно, традиционным механизмом управления финансовыми рисками является использование дополнительных, новых финансовых инструментов. В частности, это могут быть деривативы, которые являются производными от других финансовых инструментов, в том числе от ценных бумаг и любых иных финансовых активов, торгуемых на соответствующем финансовом рынке. С одной стороны, деривативы открывают широкие возможности для «игры» на изменении курсов валют, акций, любых других финансовых активах, но, с другой стороны, рынок деривативов растет гораздо большими темпами, чем рынок самих финансовых активов, риск по которым они могут минимизировать. Такая особенность функционирования любого финансового рынка ведет к перераспределению совокупного риска, что понижает индивидуальные риски по отдельным инструментам финансового рынка, но в то же время в разы повышает уровень системного риска всего рынка. В условиях роста экономик такой финансовый инструмент, как деривативы (финансовые производные), действительно может быть дополнительным фактором капитализации финансового рынка [38]. Несколько иная ситуация на рынке складывается, когда происходит рецессия, отток капитала с финансового рынка. В этом случае существующие финансовые производные могут быть восприняты инвесторами лишь как дополнительный фактор риска, связанного с потерей ликвидности.

Финансовый рынок стал играть независимую роль по отношению к товарному рынку. Как отмечает П. Дракер, «... деньги сами превратились в товар, а спекулятивные операции на валютных курсах стали наиболее выгодной операцией ...»¹. В этой связи можно отметить, что за последние 20 лет прошлого столе-

¹ Foreign Affairs, 1986. № 4. P. 786. URL: <https://www.jstor.org/stable/i20042680> (дата обращения: 20.07.2021).

тия объем сделок на мировых финансовых рынках возрос с 1 до 1 500 млрд долл. США. В то же время объем торговли товарами и услугами составил всего 50% объема денежной массы [39, с. 90]. Безусловно, макроэкономическое уравнение И. Фишера предполагает некоторое превышение объема денежной массы над товарной, в особенности на финансовых рынках, но это не должно носить столь массового характера, какой мы наблюдаем на рынке деривативов. Такое превышение говорит об аккумуляции капитала в нарастающих масштабах на одном крыле финансового рынка. Это не превращает данный капитал в инвестиции, а лишь иницирует все новые спекулятивные операции.

Таким образом, полный отрыв финансового рынка от реального сектора экономики означает, что связь между ними исчезает. Результатом потери такой связи является то, что сфера финансовых операций аккумулирует капитал в растущих масштабах, который не превращается в прямые инвестиции, а преобразуется в спекулятивные операции с деривативами. Если исходить из концепции развития современного финансового рынка, изложенной К.Р. Макконнеллом и С.Л. Брю, то мы приходим к развитию теории мыльного пузыря на финансовом рынке [40, с. 395]. Последствия лопнувшего мыльного пузыря в середине 1990-х гг. (азиатский финансовый кризис и посткризисные явления в экономике Японии) дают нам точный ответ на вопрос, что происходит после крушения экономической системы. Сейчас подобные явления можно наблюдать на финансовом рынке США, причем эта тенденция в американской экономике прослеживается уже достаточно продолжительное время. Например, дефицит платежного баланса США увеличился со 150 млрд долл. в 1997 г. до астрономической суммы 340 млрд долл. в 1999 г., а в 2000 г. составлял 480 млрд долл.¹

Современная структура финансового рынка такова, что огромные массы капитала перемещаются достаточно хаотично и инвестируются в основном в рискованные инструменты и иные инструменты финансового рынка, не всегда обладающие достаточной ликвидностью [41]. Некоторые из них по своей экономической природе не должны служить основным источником вложения денежных средств. Неконтролируемое трансграничное перемещение капитала в подобные финансовые инструменты приводит к значительным перекосам на финансовом рынке, которые проявляются, например, в виде избытка денежных средств, вложенных в краткосрочные портфельные инвестиции. Как известно из курса экономической теории, краткосрочные портфельные инвестиции приводят к концентрации капитала в сфере спекуляций на финансовых рынках, что неизбежно порождает нестабильность всей системы мирового финансового рынка и его составляющих. Дополнительное подтверждение данного тезиса можно найти в финансовых кризисах 1987, 1997–1998, 2008–2009, 2014–2015 гг. и т. д.

Недавние события поставили перед современной финансовой наукой важный вопрос о том, что лежит в основе финансового кризиса — специфическая реги-

¹ The Economist, 2000. May 27 / June 2. P. 90. URL: <https://magazinelib.com/category/all/the-economist/> (дата обращения: 20.07.2021).

ональная причина или глобальный индикатор? Существует много соображений на этот счет, однако большинство американских и западноевропейских специалистов сходятся во мнении, что основная причина всех кризисов — ломка старой экономической модели устройства современного финансового рынка под воздействием глобализационных явлений. Как доказательство приводится «железный» аргумент, что современная модель экономики, в особенности финансовой сферы, свидетельствует о полном крахе и деструкции Бреттон-Вудской системы, вернее, тех реликтов, которые от нее остались после всех преобразований в мировых финансах¹. Но неизбежность краха Бреттон-Вудской системы — вовсе не новость, об этом писал еще Дж. К. Гэлбрейт во второй половине XX в. [42]. Однако следует упомянуть и об особенностях российского рынка, который испытывает нехватку в капитале, вследствие введенного санкционного режима.

Результат развития мировой экономической модели наводит на мысль о полном разрушении фундаментальных принципов неолиберализма. Стихийные процессы на финансовых рынках, которые выразились в излишней концентрации капитала в инструментах, явно не предназначенных для инвестирования, в итоге привели к разрушению некоторых постулатов монетаризма. Объем денежной массы, находящейся в обращении, и динамика роста номинального ВВП свидетельствуют о нестабильном положении экономической системы. Например, по оценкам американского экономиста Р. Аллена, менее 30% рынка ценных бумаг семи наиболее влиятельных стран мира контролируются государством или подчинены государственным интересам. Более того, значительная доля финансового рынка наводнена деривативами, что, как говорилось, и стало причиной раздувания пузыря на финансовом рынке. В результате мы получили не нормально функционирующий финансовый рынок, а рынок с множеством инструментов, готовых развалиться в любую минуту. Изначально финансовый рынок предназначался для аккумуляции и дальнейшего инвестирования свободных денежных средств, трансформированных из формы сбережений в форму вложения свободных денежных средств для получения определенной ожидаемой доходности. Однако данный механизм показал, что инвестирование будет осуществляться в реально существующие, обеспеченные финансовые инструменты. Как отмечает *Bubble Warning*, «... в действительности ни у кого нет верного рецепта выхода из кризиса или предупреждения наступления следующего ...» [43]. Хотя данное утверждение по времени относилось к выходу из известного азиатского экономического кризиса 1997–1998 гг., в настоящее время ничего принципиально не изменилось, выводы из этого состояния не были сделаны.

Следовательно, отсутствие ликвидного и относительно стабильного инструмента, который мог бы обращаться на финансовом рынке не в качестве спекулятивного инструмента, а как вполне стабильный рыночный продукт, позволило бы инвесторам сохранить определенный уровень ликвидности и снизить уровень рискованности операций на рынке деривативов и на финансовом рынке в целом.

¹ Экономический кризис в России//Business week, 1998. January 26. P. 16.

Кроме того, такая структура рынка деривативов принесла бы уверенность и стабильность на финансовый рынок, что позволило бы структурировать рынок деривативов и наполнить его новыми, менее волатильными и менее рискованными инструментами.

Подобным инструментом рынка деривативов, способным быть относительно ликвидным, стабильным и менее рискованным, может стать рынок драгоценных камней, стабильность которого защитит финансовый рынок от нежелательных потрясений, позволит уменьшить на рынке деривативов волатильность. Речь идет о возможности использовать инвестиционный драгоценный камень в качестве базового актива для некоторых инструментов рынка производных. При этом рынок драгоценных камней обладает двумя важными свойствами, во-первых, он достаточно стабилен и относительно предсказуем, как следствие, не порождает большое количество токсичных активов, во-вторых, может быть представлен как площадка для снижения нестабильности при операциях с отдельными инструментами.

Финансовый рынок следует рассматривать как многоуровневую и многофункциональную единую структуру, в которой обращаются различные финансовые инструменты, совершаются различные сделки между институциональными и иными субъектами, спецификой деятельности которых представляется деятельность по извлечению прибыли из соответствующих операций. При этом в процессе проведения различных сделок на финансовом рынке могут возникать различные формы нестабильности, которая ведёт к тиражированию рискованных и инфицированных активов.

Таким образом, финансовый рынок можно определить как совокупность различных взаимосвязанных участников, имеющих особый статус, которые в результате своей деятельности влияют на расширение рынка, в процессе чего происходит тиражирование рискованных активов. При данной деятельности с течением времени объем рискованных активов увеличивается до определенного предела, что приводит к кризису в целом на рынке или на его отдельных сегментах. В итоге развивается финансовый кризис в виде «пузыря» или иного неблагоприятного явления.

1.2. Этапы формирования и макроэкономические тенденции развития финансового рынка России

Для исследования макроэкономических тенденций развития и особенностей периодизации финансового рынка необходимо обратить внимание на те условия, в которых финансовый рынок изначально осуществлял свои функции. Это позволит выявить причины макроэкономической нестабильности, которые транслировались на современное состояние рынка и привели к восприимчивости рынка к инфицированным финансовым продуктам.

Вопросы, касающиеся макроэкономических тенденций развития финансового рынка России, следует разделить на два основных блока: во-первых, это

непосредственно изменения в институциональной, или функциональной, составляющей финансового рынка; во-вторых, вопросы периодизации развития финансового рынка России. Необходимо заметить, что изменения как функциональной и институциональной составляющей финансового рынка, так и периодизация формирования рынка могут быть представлены в виде определенной тенденциональной структурной единицы, оказывающей непосредственное влияние на развитие и положение финансового рынка и его основных сегментов. Это обусловлено выявленными проблемами функционирования рынка, одной из которых является излишняя волатильность, трансформирующаяся в повышенную рискованность операций на финансовом рынке.

Периодизация формирования и последующего развития любого явления всегда связана с его предыдущим состоянием и перспективами дальнейшего развития [44, с. 27]. В этой связи этапность развития российского финансового рынка может быть рассмотрена от момента зарождения и развития рыночных отношений, т. е. только с начала 1990-х гг. Однако если финансовый рынок в России стал формироваться с начала 90-х гг. прошлого столетия, то мировой финансовый рынок имеет давнюю историю развития¹.

В этой связи построим изложение следующим образом: в качестве основы исследования периодизации финансового рынка рассмотрим этапность формирования и развития мирового финансового рынка.

Развитие международного финансового рынка было напрямую связано с развитием мировой экономики в целом и планомерным развитием экономических связей между отдельными субъектами хозяйственного оборота. Как справедливо отмечают О. А. Гришина и Е. А. Звонова, «развитие международного финансового рынка (МФР) происходило параллельно с развитием мирохозяйственных связей, прежде всего такой их составляющей, как внешняя торговля. Важное условие функционирования мировой экономики — свобода в области движения капиталов на мировом рынке» [45, с. 30]. Однако следует сразу отметить, что полной свободы как неотъемлемого условия перемещения капиталов, товаров и услуг в истории мировой торговли никогда не наблюдалось. Определенная степень несвободы в данном случае всегда присутствовала, например, в виде каких-либо протекционистских мер, принимаемых различными государствами с целью защиты своих рынков.

Несмотря на это мировая торговля все-таки продолжала свое функционирование. В качестве прообраза мирового финансового рынка следует рассматривать два основных момента:

- 1) существовавшую до XXI в. систему международной торговли, в рамках которой происходил товарообмен между контрагентами из разных стран;
- 2) посредством данного товарообмена из одной страны в другую перетекал капитал в виде денежных средств из различных драгоценных металлов. В част-

¹ Следует отметить, что необходимость рассмотрения периодичности развития финансового рынка именно с начала 90-х гг. прошлого столетия обусловлена преобладающим фактором зарождения и развития финансового рынка. Развитие финансового рынка до 1917 г. имеет историческое значение и непосредственно не влияет на предмет исследования.

ности, были известны уже устоявшиеся мерные денежные знаки из серебра и/или золота.

Таким образом, за основу для возникновения мирового финансового рынка мы можем взять фактически существовавшую систему перемещения драгоценного металла из одной страны в другую. Например, как отмечает М. С. Марамыгин, первоначально драгоценные металлы, а именно золото и серебро, игравшие роль денег, применялись в виде литых брусков. Это создавало определенные сложности для товарообмена, так как при каждой новой сделке приходилось проверять качество бруска. Постепенно в торговой среде стали выделяться крупные торговцы, занимающиеся торговлей профессионально. Для облегчения своей деятельности они начали клеймить бруски, подтверждая тем самым вес и качество металла. В дальнейшем право клеймения перешло исключительно к царствующим особам [46, с. 34], подтверждение этого можно увидеть в практике использования металлических денег, датированное III тыс. до н. э., обнаруженное в клинописях, выполненных на дощечках из глины [47, с. 162]. Со временем бруски начали приобретать более округлую форму — монет. Существовали «отклонения» от данной формы (например, некоторое время динарии чеканились в виде многоугольника), но постепенно денежное обращение на мировом рынке пришло к «этalonу» — круглой монете. Так продолжалось до распада Римской империи, после которого в мире наступил период хаоса: в то время была очень распространена подделка монет. В период правления Меровингов в результате подделки денежных знаков были вытеснены золотые монеты (произошло это приблизительно в 740–760 гг. н. э.). В результате на мировом финансовом рынке, который в тот период замещал собой денежный, стали обращаться металлические деньги. Однако в VIII в., после прихода к власти Каролингов, была проведена денежная реформа и возвращен в обращение некий серебряный стандарт — серебряный фунт весом 408 г.

Введенный Каролингами фунт состоял из 20 солидусов, или 240 динариев. Данный монетный «формат» переняли многие европейские правительства того времени, однако в различных странах Европы 240 динариев вне зависимости от веса назывались по-разному (фунт, ливр, талант и т. д.). Подобная унификация была проведена практически всеми странами, что позволило достичь единого стандарта на валютном рынке, к которому приравнивались и впоследствии котировались денежные единицы большинства стран. Например, у древнерусских племен подобная денежная единица трансформировалась в денежную единицу, равную 12 динариям.

После вытеснения данных монет на территории Европы примерно в VIII в. установился серебряный монометаллизм. Золото вернулось на финансовый рынок в XIII в. Первую чеканку золотых монет произвели города-государства Северной Италии. В частности, первые золотые флорины были выпущены во Флоренции.

Спрос на эту валюту был поистине колоссальным. Так, за первые два года эмиссии золотые генуэзские дженовино возросли в цене практически в 3,5 раза. Кроме того, в конце XIII в. эмиссию золотых денег возобновили и немецкие города. Перво-

начально здесь выпускались даже не денежные знаки, а скорее брусочки из золота, которыми предлагалось заменить существующую в тот период времени денежную единицу. Впоследствии многие города в Германии на каждый брусок/слиток начали ставить особый штамп, который стал именоваться маркой. В 1871 г. на территории всей Германской империи была введена золотая марка в качестве единого платежного средства. В Англии в XIV в. стали чеканить золотые фунты стерлингов.

Таким образом, мы можем констатировать, что одной из базисных составляющих национальных валютных систем того времени был металл, из которого выплавлялись денежные знаки, — золото, заменившее на этом месте серебро. В частности, на рынке наблюдался процесс дельнейшей монетизации инструментов рынка тезавраций, в виде золота. При этом волатильности подобных инструментов на рынке фактически не наблюдалось. Если данные процессы и возникали, то они носили локальный характер.

В дальнейшем золото на денежном рынке стало замещаться более удобными бумажными денежными знаками — купюрами. Однако в процессе как обращения золота на рынке, так и его демонетизации был замечен процесс волатильности, которая всегда характерна для денежного рынка.

Другой вопрос в том, что степень волатильности была несколько выше при подобных перемещениях на рынке, этот процесс мы можем охарактеризовать как повышение уровня рискованности операций на рынке.

Увеличение риска на денежном рынке в первую очередь связано с изменениями в структуре финансовых инструментов, например, в конце XIX в. на денежный рынок выпущены первые неполноценные деньги — бумажные денежные знаки¹. В этот период наравне с золотыми деньгами в обороте находились:

— классические (разменные) банкноты, которые могли быть разменяны на золото и серебро, их выпуск размещался только при условии наличия у эмиссионного банка металлического обеспечения (золотого запаса);

— государственные кредитные билеты (кредитные деньги), которые, в отличие от полноценных банковских билетов (классических банкнот), не полностью (частично) обеспечивались драгоценным металлом;

— обычные денежные знаки в бумажной форме — это денежные знаки с установленным, определенным государством обменным курсом, не имевшие возможности обмена на драгоценный металл;

— казначейские билеты — один из видов неразменных бумажных денег, выпускаемых казначейством (помимо эмиссионных банков) в размерах, необходимых для нужд государства.

Кроме того, с конца XIX в., наряду с уже существовавшим денежным рынком и рынком капиталов, на мировом финансовом пространстве стали образовываться попутные рынки, в частности фондовый рынок, являющийся одним из сегментов финансового рынка.

¹ Первые бумажные деньги были выпущены в 812 г. в Китае, о чем пишет Вильгельм де Рубрук, посол Франции.

В конце XIX в. проявилась еще одна особенность мирового финансового рынка: в экономиках многих стран возникли первые глобализационные тенденции, выражавшиеся в том, что первой исторической моделью международного финансового рынка являлся валютный рынок. Как мы уже ранее говорили, денежный рынок видится неким первым звеном в структуре развития финансовых рынков. При этом мы можем отметить такую особенность исторического развития денежного рынка, что в момент существования золотого, серебряного, либо в периоды существования биметаллического стандарта волатильность и, как следствие, нестабильность не были характерны для финансового рынка, что еще раз наводит на мысль о том, что именно нестабильность, вызываемая либо волатильностью финансовых активов, либо какими-то иными причинами, представляется важной особенностью денежного рынка в ретроспективной постановке, что, безусловно, может быть связано с определенными рецессионными периодами в экономике, которые наблюдались и на денежном рынке, но не характеризовались такой волатильностью и, как следствие, инфекционностью рыночных активов.

Таким образом, по мнению О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, этапность развития мирового финансового рынка можно представить в виде следующей временной оси [45, с. 33]:

Временная ось	Этап
I этап	
с 1860 г.	Развитие внешней торговли. Появление мирового валютного рынка
II этап	
1950-е гг.	Интернационализация международных операций национального кредитного рынка
1960-е гг.	Формирование мирового кредитного рынка
III этап	
1970-е гг.	Формирование мирового рынка долгосрочных капиталов и создание мирового инвестиционного рынка. Дерегулирование национальных фондовых рынков. Формирование мирового фондового рынка
1980-е гг.	Быстрый рост транснациональных банков и компаний. Дальнейшее расширение мирового инвестиционного и фондового рынков. Первые систематические операции на мировом страховом рынке. Рост операций мирового кредитного рынка
IV этап	
1990-е гг.	Бурный рост фондового сегмента международного финансового рынка. Развитие рынка деривативов
2000–2007 гг.	Развитие мирового рынка деривативов
V этап	
с 2008 г. по настоящее время	Глобальный финансовый кризис, протекающий одновременно с глобальным экономическим кризисом

Периодизация, представленная в табл. форме, в общем соответствует этапам становления и развития мирового финансового рынка, за исключением одной

детали. Дело в том, что в предложенной концепции развития международного финансового рынка до 1860 г. какие-либо мирохозяйственные связи не существовали. Получается, что в мировой экономике, по логике О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, не происходили экономические процессы, связанные с перемещением капитала, установлением какого-либо денежного эквивалента на товарных рынках. Однако даже в первом приближении подобная мысль кажется весьма спорной.

Анализ этапов развития мирового финансового рынка позволяет сделать следующие выводы:

— развитие финансового рынка на первом и втором этапах было связано с расширением торговли, появлением новых сегментов (в частности, валютного и кредитного рынков) и постепенной демонетизацией золота;

— третий этап развития финансового рынка характеризовался появлением новых рыночных сегментов, непосредственно связанных с формированием рынка долгосрочных капиталов, как следствие, сформировался инвестиционный рынок; при этом на рынке наблюдается тенденция сопряженная с увеличением объемов операций на финансовом рынке и ростом диспропорции между реальным сектором экономики и финансовым рынком; на данном этапе встречается тенденция роста волатильности при операциях с инструментами финансового рынка, отчасти это связано с появлением новых сегментов финансового рынка;

— на четвертом этапе финансовый рынок отличался бурным, лавинообразным ростом и расширением, что обусловлено развитием существующих сегментов и появлением новых, потенциально более рискованных и проецирующих большую волатильность инструментов на рынке; в данном случае, речь идет о развитии рынка деривативов.

В свою очередь, настоящий период (V этап) следует рассматривать как некое время нестабильности на финансовых рынках, вызванной посткризисным состоянием, в результате которого период с 2009 г. следует рассматривать как время депрессии/рецессии в экономике, которая спровоцирована мировым финансовым кризисом и постоянно сопровождается излишней волатильностью на сегментах финансового рынка. В данном случае излишняя волатильность на рынках проявляется в общем повышении дефолтной составляющей глобального риска всех рыночных сегментов (далее в работе будет освещено положение в экономике современных финансовых рынков, их потенциальная дефолтность, «инфицированность» активов, также будут рассмотрены другие вопросы нестабильного состояния финансового рынка)¹. Для подтверждения данного положения следует обратиться к мнению ведущих экономистов, как современных, так и ставших классиками. Например, А. Смит в «Исследовании о природе и причинах богатства народов» указывал на экономические связи между народами и государствами на протяжении более тысячи лет [48, с. 138]. К. Маркс отмечал особое свойство

¹ Доказательством такой позиции может служить то, что общий уровень риска дефолта в банковской системе РФ в 2001–2017 гг. составляет более 300 % при приемлемом значении 100–150 % (Центральный Банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021).

капиталистических отношений во взаимоотношениях при возникновении торгового капитала, проявлявшееся в перемещении различных товаров, при этом за товары уплачивались денежные средства, которые обращались в денежный капитал [49, с. 229]. При этом перемещение денежных средств в этом отношении подчиняется схеме товар — деньги — товар (Т — Д — Т').

Кроме того, необходимо отметить, что с III в. до н.э. до 1860 г. происходило формирование международного валютного рынка на основе серебряного, а впоследствии и золотого металлизма.

По мнению О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, на современном пятом этапе (см. табл. форму на с. 56–57) мировой финансовый рынок переживает стадию глобального экономического кризиса, сопряженного с глобальным финансовым кризисом. Такое поведение на рынке связано с наступлением периода общей стагнации в экономике в период перед пандемией. Не вступая в подробности, отметим, что по состоянию на конец 2018 года наблюдался рост экономических показателей (конечно, существуют страны, которые показывают обратную динамику, такие как Япония — минус 6,0% — или Египет — минус 25,1%), а в целом по отношению к состоянию на 31 декабря 2019 г. мы можем увидеть рост экономики в размере от 0,3 до 11,2%. Подобная ситуация складывается и с динамикой производства в различных странах: в среднем за первое полугодие 2018 г. рост составил 0,21–5,7%.

Следовательно, о продолжающемся этапе развития международного экономического кризиса, сопряженного с международным финансовым кризисом, говорить не приходится. При таких темпах роста более уместно вести речь о послекризисном этапе восстановления прежнего роста экономики. Возможно, текущий период следует охарактеризовать как этап медленного погружения в депрессию, и подобные мнения существуют на сегодняшний день, см., например, [50]. Однако прогнозы по поводу дальнейшего развития мировой экономики в целом и мирового финансового рынка в частности не входят в предмет настоящего исследования, так как для подобных предсказаний необходим соответствующий инструментарий, который необходимо разрабатывать в рамках отдельного научного исследования.

Таким образом, периодизацию развития международного финансового рынка следует рассматривать с учетом внесенных поправок: во-первых, тенденции по демонетизации золота и параллельной тенденции по росту волатильности на различных сегментах финансового рынка; во-вторых, развитие финансового рынка вызывает кризис на многих сегментах финансового рынка.¹ Рассмотрев основные периоды развития международного финансового рынка, мы можем перейти к исследованию этапности развития российского финансового рынка. Однако при этом следует обратить внимание, что историю финансового рынка России и выделение этапов становления данного рыночного сегмента следует начинать с 1990 г. Это связано с политическими и юридическими особенностями реформ в СССР, а впоследствии и в Российской Федерации.

¹ Как отмечал К. Маркс, развитие капиталистической экономики и рынков приводит к систематическим и циклическим появлениям кризисных явлений в экономике [49, с. 264].

Этапность становления российского финансового рынка связана в первую очередь с огромным дисбалансом в экономической системе, что было вызвано несколькими причинами.

Одной из причин дисбаланса было неравномерное, хаотичное реформирование политической системы в стране, что не могло не сказаться на экономическом развитии и особенностях становления российского финансового рынка.

Кроме того, дисбаланс в развитии рынка был связан с неблагоприятными тенденциями, наблюдавшимися в российской экономике 1990-х гг. и нашедшим отражение в неравномерном развитии всего общества. Непонятность и зачастую откровенно криминальный характер проводившейся приватизации повлияли на все рынки, в том числе фондовый и валютный — первообразующие сегменты формирующегося финансового рынка России.

Если тенденции на валютном рынке были более-менее понятны, так как при складывающейся системе существовал один основной регулятор рынка — Центральный банк, то в отношении фондового рынка этого нельзя сказать. Данная диспропорция привела в том числе к кризису 1998 г.¹ Однако история развития финансового рынка России начинает свой отчет с момента начала экономических реформ, связанных с перестройкой в СССР.

В России развитие собственного финансового рынка началось с 1988 г. и было связано с вполне объективными причинами. Первым из всех сегментов финансового рынка начал активно развиваться фондовый рынок. Толчком для динамического развития рынка ценных бумаг послужило вступление в силу соответствующих нормативных актов. Так, 15 октября 1988 г. было подписано постановление Совета Министров СССР «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг». Согласно данному документу государственные предприятия, переведенные на полный хозяйственный расчет и самофинансирование, получили право эмиссии долевых ценных бумаг, в частности акций.

В полной мере предприятия стали использовать предоставленное им право только к 1990 г. Даже несмотря на то, что это право носило ограниченный характер, оно способствовало мобилизации и консолидации инвестиционных ресурсов. Однако такая консолидация принимала косвенные формы, т. е. происходила вне рынка капиталов. Сразу следует отметить, как такового рынка капиталов в тот период в СССР и России не существовало. Это было связано с тем, что эмиссия подобных ценных бумаг не меняла статуса эмитента, т. е. предприятие, выпускающее акции, оставалось в государственной собственности.

Другим знаковым событием этого периода развития финансового рынка России следует считать издание 19 июля 1990 г. Советом Министров СССР постановления № 590, в соответствии с которым было утверждено Положение об ак-

¹ Вопрос экономической природы кризиса 1998 г. остается дискуссионным. Существует мнение, что он стал эхом азиатского кризиса 1997 г. и был вызван приливом и последующим оттоком «горячего» (краткосрочного) капитала. Однако, по нашему мнению, основная причина кризиса 1998 г. кроется в неправильной политике финансовых властей страны, допустивших существование финансовой пирамиды государственных ценных бумаг.

ционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, а также Положение о ценных бумагах. С даты утверждения документов следует вести отчет начала организации рынка ценных бумаг, или фондового рынка. Благодаря этим документам на российском рынке появилась возможность мобилизации свободных денежных средств, предприятия смогли мобилизовать инвестиционные ресурсы на рынке капиталов. В общем можно отметить, что в 1990 г. появились предпосылки для формирования рынка капитала.

В 1990–1991 гг. наблюдалось политическое противостояние между Президентом РФ Б. Н. Ельциным и Верховным Советом, проявлявшееся в принятии противоречивых правовых актов. По мнению С. Д. Чижова, это противостояние может быть охарактеризовано как «война законов» [51, с. 109]. В конце 1990 г. Верховный Совет РСФСР принял несколько нормативных актов, сформировавших первичную нормативную базу для функционирования фондового рынка и становления институтов права собственности в экономике России. Основой процесса становления права собственности необходимо считать законы «О собственности в РСФСР» и «О предприятиях и предпринимательской деятельности в РСФСР», а также Положение об акционерных обществах. В законе о собственности вводилось понятие частной собственности, а также содержалась норма, которая предполагала возможность существования права собственности у физических лиц на акции, облигации и другие ценные бумаги. Важнейшим положением также было то, что собственниками средств, полученных от продажи акций, являются сами акционерные общества.

Рассматривая существовавшие в то время механизмы функционирования финансового рынка в виде каркасных нормативных правовых актов, не следует забывать об общей экономической ситуации в Российской Федерации. Период 1990–1991 гг. и нынешнее состояние следует охарактеризовать как господство монополий на товарных рынках. (Безусловно, насыщенность любого товарного рынка или иной рыночной структуры в начале 1990-х гг. и соответствующее состояние рынка в посткризисный период принципиально отличаются друг от друга. Но все же необходимо отметить, что монополизация рынков сохраняется, хотя степень монополизации носит другой характер.) С этим связан дефицит на товарном рынке, сопровождающийся инфляционными процессами. Все это привело к распространению бартерных отношений и активному использованию денежных суррогатов в экономике. Кроме того, данный процесс протекал во время фактически двойного ценообразования. Так, в то время еще действовали нормативные правовые акты, предусматривающие административно регулируемое ценообразование в различных отраслях экономики на основании утверждаемых планов, но параллельно зарождалась система «свободных» цен, в соответствии с которой производители назначали цену своим товарам в произвольной форме. Все эти перекосы отражались на рынке, особенно на рынке ценных бумаг, и привели к возникновению множества центров свободной торговли. В качестве формы свободной торговли была выбрана биржевая как наиболее приемлемая для всех

участников экономических отношений. Так, в 1990–1991 гг. только в Москве появилось 29 биржевых площадок. В том числе появились биржи, на которых происходила торговля ценными бумагами. После появления соответствующих бирж в экономике России наметилась тенденция формирования рынка капитала.

Период 1990–1991 гг. ознаменован еще одним событием: в 1990 г. Верховный Совет РСФСР принял закон «О банках и банковской деятельности», положивший начало формированию ссудного рынка России.

В. М. Коркин определяет ссудный рынок как «важнейший структурный элемент индустриальной рыночной экономики, представляющий непрерывный круговорот стоимости в виде доходов и расходов» [52, с. 7]. Однако руководствуясь этим определением, мы можем лишь отметить, что ссудный рынок — это один из видов экономических отношений между хозяйствующими субъектами, представляющий собой непрерывный кругооборот стоимости. Но по своей экономической природе ссудный рынок — это экономические отношения по передаче заемного капитала от одного участника отношений к другому, т. е. на рынке ссудного капитала заемный капитал передается от одних участников к другим, при этом передача капитала всегда происходит с соблюдением определенных форм передачи. В частности, заемщик на рынке ссудного капитала берет ссуду на основе принципов платности, срочности, возвратности и обеспеченности. Итак, рынок ссудного капитала можно определить как рыночный механизм, на котором на основе принципов срочности, платности, возвратности и обеспеченности происходит перераспределение заемного капитала между специфическими хозяйствующими субъектами, осуществляющими деятельность на ссудном рынке.

Хозяйствующие субъекты на ссудном рынке могут быть разделены на следующие базовые составляющие:

1) хозяйствующие субъекты, предоставляющие заемные средства (банки и иные кредитные организации) — обладают специальной правоспособностью, которая объективируется в специфических чертах (владение лицензией, соответствие организации требованиям закона);

2) хозяйствующие субъекты, получающие заемные средства от субъектов первой категории, — юридические лица, физические лица и индивидуальные предприниматели, а также кредитные организации.

Еще одним важным участником ссудного рынка является Центральный банк, который выступает на ссудном рынке в качестве регулирующего органа. Формы и методы регулирования ссудного рынка Центральным банком указаны в федеральном законе «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» [53, с. 3]. Одной из форм регулирования можно считать предоставление Центральным банком заемных средств на ссудном рынке.

Формирование российского ссудного рынка началось в 1990-х гг., уже к середине 1991 г. только в Москве было зарегистрировано более 200 коммерческих банков с совокупным уставным фондом 16,7 млрд руб.

После возникновения кредитных организаций на фондовом рынке Российской Федерации выделился рынок биржевых акций коммерческих банков. Важнейшей тенденцией, способствовавшей привлечению инвестиций на рынок, была дивидендная политика российских банков. Так, в конце 1991 г. российские инвесторы получили реальный доход в размере 10–12 % (для сравнения: в то время эта цифра превышала доход от помещенных средств на счета в Сбергательный банк более чем на 3 %).

Следующим этапом трансформационного процесса на финансовом рынке России необходимо считать период времени повальной спекуляции на фондовом рынке и перемещение центра торговли на внебиржевой рынок. Для этого периода были характерны эмиссии внебиржевых ценных бумаг, рассчитанных на массового инвестора. Типичным примером послужила эмиссия билетов АО «МММ». По иному пути пошли владельцы АО «AVVA» — Автомобильного всероссийского альянса: в 1993 г. руководство АО «АвтоВАЗ» обратилось в Министерство финансов с заявлением зарегистрировать эмиссию обыкновенных акций на сумму 1 трлн руб. (денежные средства в таком количестве были необходимы для строительства завода по выпуску «народного» дешевого автомобиля). Данному примеру последовали АО «Система Телемаркет», ТД «Холдинг-Центр», АО «Дока-Хлеб», АО «Хопер-Инвест», АО «ОЛБИ». Эмиссионный рост был связан с тем, что осенью 1993 г. Министерство финансов России, которое выступало в качестве главной правительственной инстанции, призванной регулировать деятельность участников фондового рынка, допустило серьезный просчет, разрешив эмиссию предъявительских свидетельств о депонировании акций (СДА) для размещения ценных бумаг. По принципу размещения СДА пошли практически все вышеуказанные организации. Результатом стал рост финансовых спекуляций и развитие финансовых пирамид, типичным примером которых являлось АО «МММ». Данный период продолжался до середины 1995 г., когда большинство участников, выпускавших СДА, ушли с рынка либо объявили о невозможности выполнить свои обязательства.

Рассматриваемый период явился временем зарождения и роста валютного рынка в России. Так, в 1992 г. была открыта Московская межбанковская валютная биржа, на которой стали котироваться ведущие валюты мира, в частности доллар США и немецкая марка. До октября 1994 г. курсы валют по отношению к рублю были достаточно свободны. После событий октября 1994 г. («черного» вторника), когда курс национальной валюты РФ за один день упал более чем на 30 %, российские монетарные власти были вынуждены перейти к установке валютного коридора, который просуществовал до сентября 1998 г. После объявления дефолта в 1998 г. валютный рынок находился в хаотичном состоянии. После того как курс национальной валюты был «отпущен» Центральным банком России, он увеличился в размере более чем на 250 % — с 6,20 до 26,45 руб.

Объективные причины дефолта России и развитие кризиса на финансовом рынке состояли в следующем:

1) влияние азиатского финансового кризиса 1997 г., вызвавшее отток «горячих» спекулятивных денежных капиталов с рынков развивающихся стран, что отразилось и на финансовом рынке России;

2) выпуск государством в 1996–1998 гг. рискованных ценных бумаг, которые представляли собой фактически финансовую пирамиду. Эта конструкция рухнула при первом же оттоке капитала с рынка.

3) формирование финансового рынка, ориентированного на «горячие» деньги и обращение краткосрочных финансовых продуктов;

4) становление и формирование валютного рынка, полностью ориентированного на ликвидность доллара США;

5) формирование финансового рынка с открытым счетом капитала, что предполагает увеличение операций на сегментах финансового рынка;

Однако этот период развития финансового рынка России был ознаменован использованием финансовых производных. Конечно, как такового рынка производных не существовало, подобные инструменты были применены для секьюритизации вложений именно в 1992 и 1997 г. [54, с. 125].

Следующим этапом развития финансового рынка России следует считать посткризисное развитие финансового рынка в течение 1999–2001 гг. В этот период происходило постепенное восстановление докризисного уровня развития рыночных институтов.

Следующий этап развития финансового рынка России длился с 2002 по 2007 гг. Этот период характеризовался ростом цен на нефть, что обусловило рост капитализации финансового, фондового и ссудного рынков России, а также привело многие акционерные общества к особой форме размещения своих акций на рынке — выходу IPO. Использование данной схемы привлечения капитала лишней раз говорит о резком росте капитализации всего финансового рынка. Между тем рассматриваемый период также характеризуется ростом инфляционных тенденций. Так, официальная инфляция равнялась 5–6% в год, в то время как объем скрытой инфляции в 2005 г. составлял 15–16%. Это предопределило постепенное снижение курса национальной валюты [55, с. 9], при открытом счете капитала и «привязанном» к доллару США валютном рынке.

Последующим этапом развития финансового рынка России стал период развития мирового финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Данный период сопряжен с обвалом фондового и ссудного рынков России (достаточно яркое тому свидетельство — падение индексов РТС и ММВБ более чем на 300%). Такой обвал был связан с общим кризисом в экономике, снижением деловой активности, кризисом на мировом финансовом рынке. Следствие обвала на мировом финансовом рынке для российского рынка выразилось в неподготовленности рыночных структур к такому развитию событий. Эта неподготовленность характеризовалась резким сокращением сегментов финансового рынка России, в особенности рынка капиталов и ссудного рынка, что привело к фактическому обвалу рынка и коллапсу банковской системы страны.

Период развития финансового рынка характеризуется повышенными темпами роста рынков, составляющих его. Например, за 2010–2013 гг. индекс ММВБ показал рост более чем на 150%, что свидетельствует о положительной динамике развития рынка. Однако это развитие сопровождается притоком спекулятивного капитала, что не способствует укреплению структуры финансового рынка. Относительно стабильная структура рынка предполагает присутствие системы сдержек и противовесов, которая компенсировала бы рыночные риски. В настоящее время такая система отсутствует, рынок развивается достаточно хаотично, финансовые инструменты излишне волатильны.

В целом подход О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой можно взять за основу альтернативной периодизации финансового рынка, которая представлена в табл. форме (в том числе и в табл. форме с. 56–57)¹:

Временная ось	Этапы
I этап: 1990–1992 гг.	Зарождение российского финансового рынка, принятие основополагающих нормативных правовых актов, которые позволяют функционировать различным сегментам финансового рынка
II этап: 1993–1997 гг.	Развитие внешней торговли. Становление российского валютного рынка и фондового рынка, становление российского ссудного рынка. Появление первых элементов российского рынка деривативов. Возникновение страхового рынка
III этап: 1998 г.	Финансовый кризис 1998 г., объявление дефолта в России. Падение на фондовом рынке, коллапс ссудного рынка, проявление глобальной нестабильности на валютном рынке, свертывание иных сегментов финансового рынка
IV этап: 1999–2001 гг.	Посткризисная реанимация и восстановление российского финансового рынка. Реанимация фондового и ссудного рынков
V этап: 2002–2007 гг.	Бурный рост фондового сегмента российского финансового рынка. Развитие рынка деривативов. Приток краткосрочного капитала на российский рынок. Развитие ссудного рынка
VI этап: 2008–2009 гг.	Глобальный финансовый кризис, протекающий одновременно с глобальным экономическим кризисом. Падение российского фондового рынка и иных сегментов финансового рынка, девальвация рубля на валютном рынке
VII этап: 2010–2014 гг.	Посткризисное восстановление финансового рынка. Оживление фондового и ссудного сегментов российского финансового рынка. Относительная волатильность на валютном рынке, «плавающая» девальвация рубля
VIII этап: с конца 2014 г. по настоящее время	Закрытие и сужение рынков капитала для российских резидентов, введение санкционного режима в отношении России, резкий обвал валютного рынка, снижение на срочном и фондовом рынках, общий рост системных рисков на финансовом рынке

В этой табл. форме мы можем проследить несколько тенденций на финансовом рынке России. Кратко их можно охарактеризовать следующим образом:

— этап I–III, зарождение финансового рынка России берет начало в 1990 г., после принятия и вступления в силу нормативных актов, составивших основу для проведения операций с финансовыми активами на рынке;

¹ Примечание. Составлено автором с использованием данных О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой.

— этап IV, развитие финансового рынка России не связано с процессом деноминации золота, при этом одну из основных тенденций развития рынка можно представить в виде планомерного повышения уровня волатильности проведения операций (сделок) на финансовом рынке;

— этап V, период относительно бурного развития экономики, мы можем проследить появление новых сегментов на финансовом рынке, так было с появлением и активизацией рынка производных финансовых инструментов, несмотря на его возникновение в 1993–1997 гг., наибольший подъем активности можно наблюдать в 2002–2007 гг.;

— VI этап развития финансового рынка России копирует подобный этап при рассмотрении периодизации мирового финансового рынка, т.е. влияние на рынок глобального финансового кризиса и его сопряжение с мировым экономическим кризисом, далее посткризисное восстановление финансового рынка России непосредственно связано с некоторыми ограничительными мерами на мировом финансовом рынке, которые обусловлены введением санкционного режима в отношении Российской Федерации. Это ограничило российский финансовый рынок в доступе к свободному капиталу и валютным ресурсам мирового финансового рынка. В подобном случае на российском финансовом рынке, вернее его сегментах, нам видны недостаток капитала и дефицит валюты, которые проявляются в валютной ликвидности различных рыночных институтов; все это приводит к повышенной волатильности на всех сегментах финансового рынка;

— VIII этап развития финансового рынка можно охарактеризовать не только повышенной волатильностью, но и неким выводом по построенной системе финансовых рынков в России.

Характерной чертой всего развития финансового рынка, начиная с 1991 г., является наличие нескольких типичных для развивающихся рынков тенденций:

1) аккумуляция «горячего» капитала, что проявляется в достаточно больших тенденциозных взлетах и падениях финансового рынка в целом и зависимость национального рынка от притока и оттока иностранного капитала в виде спекулятивных волн капитала;

2) выстраивание архитектуры финансового рынка под спрос поставщиков «горячего» капитала, структурирование рыночного инструментария под потребности и критерии спроса поставщиков «горячего» нестабильного капитала;

3) подмена понятий: инвестирование на финансовом рынке долгосрочных инвестиций и превалирование спекулятивных операций с различными инструментами — такая метаморфоза привела к практически полному отсутствию долгосрочных иностранных инвестиций на финансовом рынке и обилию нестабильных финансовых инструментов;

4) повышенная рискованность каких-либо операций на российском финансовом рынке, как следствие, повышенный системный риск рынка и повышенные показатели по рыночным рискам отдельных сегментов и инструментов финансового рынка;

5) повышенная волатильность операций на рынке, которая связана с относительно большим коэффициентом/уровнем миграции капитала с одного сегмента финансового рынка на другой, в российском варианте это выражается в большей подверженности кризисным явлениям на финансовом рынке и большей вероятности миграции кризисных явлений с одного рынка на другой;

6) реализация модели Россия — Бразилия, практически полное копирование рыночных структур развивающихся рынков в наиболее неблагоприятном плане, копирование рисков рыночных систем;

7) отсутствие применяемых на финансовом рынке активов, которые бы могли, в случае необходимости, снижать как системные, так и рыночные риски, возникающие в рамках системы рынка.

Следует отметить, что в период до революции 1917 г. рассматривать финансовый рынок не представляется целесообразным, так как фактически мы увидим подобные этапы и тенденции, как и при рассмотрении мирового финансового рынка. В частности, это периоды, связанные с демонетизацией золота и серебра, возникновением и становлением фондового рынка, рынка валютных деривативов и спотового валютного рынка и т. д. При этом мы также можем увидеть тенденцию по увеличению волатильности операций на различных сегментах финансового рынка. В этом плане наиболее ценным и полезным видится рассмотрение финансового рынка, начиная с 1990 г., так как проблемы современного рынка являются наиболее отчетливо.

Следует отметить, что этапы формирования финансового рынка России демонстрируют его зависимость от внешних факторов влияния при отсутствии внутренних антиволатильных инструментов, способных защитить финансовый рынок от кризисных явлений в экономике и роста риска, при операциях с финансовыми инструментами. При этом немаловажную роль в развитии финансового рынка России сыграли и некоторые макроэкономические тенденции.

Прежде чем перейти к рассмотрению этих тенденций, следует обратить внимание на само понятие макроэкономических тенденций. Так, в Большом экономическом словаре под ред. А. Н. Азрилияна, под тенденцией следует понимать «... направление, в котором совершается развитие какого-либо явления» [56, с. 1139]. Кроме того, экономическое понятие «макроэкономическая тенденция» охватывает вопросы на уровне глобальных процессов в экономике, их изменение и влияние на все сегменты экономической жизни. В нашем случае это предполагает исследование тенденций развития финансового рынка России во взаимосвязи с развитием мирового финансового рынка.

По мнению некоторых экономистов-исследователей, тенденциозное изменение различных рынков приводит к их неравномерному развитию. В качестве типичного примера можно рассматривать рынок сбережений. Так, неравномерность сбережений ведет к изменению инвестиций [57, с. 231]. Подобные процессы можно наблюдать и на финансовом рынке, неравномерность развития которого связана не только с процессами в самой экономике, но и с самовозрастающими турбу-

лентными тенденциями на финансовом рынке. Явление турбулентности больше связано с внутренними процессами на страновом финансовом рынке, чем с какой-либо общей тенденцией, приуроченной к определенным глобальным изменениям на мировом финансовом рынке [58, с. 29]. В целом мы можем предположить, что турбулентность на финансовом рынке может быть связана с дальнейшим развитием процессов волатильности на рынке.

В последнее десятилетие XX в. мы стали невольными свидетелями полной трансформации финансового рынка, обусловленной экспоненциальным ростом типов финансовых операций. Так, основной тенденцией развития всего финансового рынка в мире можно назвать глобализационные изменения, обусловившие стирание границ между различными финансовыми рынками, а также между странами в вопросах перемещения капитала и взаимного влияния одних рыночных систем на другие.

Вместе с глобализационными процессами, с учетом мнения О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, на рынке были замечены следующие новые тенденции:

- 1) глобализация международного финансового рынка (МФР);
- 2) интеграция и конвергенция МФР, иными словами, стирание ограничений и барьеров между его сегментами;
- 3) концентрация, или рост слияний или поглощений на МФР;
- 4) рост международной конкуренции между участниками МФР, особенно глобальными финансовыми игроками;
- 5) вымывание посредничества, так называемая дезинтермидация и специализация участников МФР;
- 6) финансовая регионализация как следствие разрастания операций МФР и как препятствие его дальнейшему развитию;
- 7) институционализация финансовых активов в виде трастов, дополнительных пенсионных схем, систем страхования и пр.;
- 8) рост трансакций с производными финансовыми инструментами (деривативами), снижение и перераспределение рисков;
- 9) недостаточность существующих в настоящее время инструментов регулирования МФР, особенно в связи с современным глобальным кризисом;
- 10) расширение и углубление проблем компьютеризации и доступа к информации на МФР [45, с. 37].

Однако из приведенного перечня мы видим, что авторы поспешно принимают некоторые особенности развития инструментов и отдельных институтов финансового рынка за тенденции развития. По нашему мнению, такое утверждение представляется неверным подходом к решению задачи. Для определения тенденций развития финансового рынка следует разграничить тенденции, характерные для всего финансового рынка, и конкретные инструменты, особенности развития рынка в рамках отдельной тенденции. Например, главной тенденцией развития финансового рынка представляется нарастание глобализационных процессов. В представленной классификации прослеживаются только три основные тенденции:

- глобализация международного финансового рынка;
- усиление международной конкуренции между участниками международного финансового рынка, особенно между крупнейшими транснациональными финансовыми корпорациями;
- изменение структурных элементов финансового рынка, приведшие к всеобщей либерализации как международного финансового рынка, так и отдельных национальных финансовых рынков;
- расширение трансграничного влияния на финансовый рынок России, как следствие, увеличение волатильности операций на рынке и увеличение рыночного риска, вследствие чего на российском рынке формируется тенденция, связанная с введением санкционного режима и последовавшего сжатия рынка капитала и дестабилизации валютного рынка, девальвации национальной валюты.

Подобным образом следует охарактеризовать рост операций, связанных с деривативами. Так, практически восьмикратное увеличение объема операций на рынке деривативов за последние четыре года определенно связано с двумя тенденциями:

- 1) активизацией глобализационных процессов на международном финансовом рынке;
- 2) изменением структурных элементов финансового рынка, приведших к всеобщей либерализации.

Вышеуказанные тенденции смогли проявиться при реализации следующих факторов:

— модернизация рынка информационных технологий, позволившая сделать инструменты финансового рынка более доступными для рядового потребителя. Инвестиции в эти инструменты позволили значительно снизить операционные издержки на транзакции при данных операциях [59];

— изменение условий функционирования участников финансового рынка, что связано с либерализацией участников ссудного рынка, большей доступностью кредитных ресурсов для других участников финансового рынка [60];

— развитие новых, более рискованных продуктов на финансовом рынке, что связано с несоответствующей системой защиты от рисков и финансовыми диспропорциями, в частности при сопровождении инвестиций на определенных сегментах финансового рынка о данной тенденции еще говорил Н. Н. Талёб [61, с. 117];

— наличие открытого счета капитала, который позволяет наращивать пузырь «горячих» активов и способствовать резкому перетеканию ликвидности с одного сегмента рынка на другой.

Данные причины привели к дерегуляции финансового рынка и операций, совершаемых на нем. Процессы инвестирования на финансовом рынке также сопровождаются тенденциями снижения налоговых обременений и уменьшения комиссионных отчислений от каждой транзакции. Эти процессы стали вполне логичным результатом повышения спроса на данные услуги, что сопровождалось ростом предложения подобных услуг на рынке. Все это привело к некой диспро-

порции в величине спроса и предложения на финансовые инструменты, а также к активизации процесса дерегулирования сегментов финансового рынка.

Более того, в процессе дальнейшего дерегулирования финансовых рынков были сняты многие ограничения. Так, проведение финансовых операций сопровождалось формированием целой индустрии офшорных финансовых центров, которые продолжают функционировать в льготном налоговом режиме. Подобная современная особенность финансовых рынков предполагает снятие практически всех ограничений на совершение спекулятивных финансовых операций. Кроме того, в процессе дерегулирования были сняты ограничения на проведение финансовых операций с различными финансовыми институтами (инвестиционными банками, страховыми компаниями, различными пенсионными фондами). Что касается международного финансового рынка, то тенденция глобализации практически породила новую тенденцию — переливание спекулятивного капитала из одного сегмента финансового рынка в другой, на котором могут изначально обращаться менее рискованные ценные бумаги. Впоследствии ситуация с рискованностью инструментов на рынке может существенно измениться, и доля рискованных инструментов увеличится.

Еще одной из основных особенностей финансовых рынков является торговля финансовыми инструментами, изначально предназначенными для несколько других целей. В частности, речь идет о деривативных продуктах. По экономической природе любой дериватив представляет собой один из элементов хеджирования инвестиционного риска. Исходя из подобной характеристики дериватива и любой иной производной, мы можем предположить, что любой инструмент на рынке финансовых производных не может быть предметом самостоятельного торга, так как он имеет производный характер от основного финансового актива, это лишь предмет хеджирования риска¹. В этом отношении следует отметить, что при совершении операций на финансовом рынке и различных его сегментах иногда стирается грань между некоторыми категориями участников, например, это может быть спекулянт и хеджер, потому что в зависимости от рыночной ситуации в одном случае выгодно совершать спекулятивные операции, в другом — более выгодно и необходимо проводить операции по хеджированию своих активов. В подобной ситуации рынок сталкивается с дополнительным потенциальным фактором возникновения волатильности финансовых инструментов.

Кроме того, глобализация финансового рынка привела к его интернационализации. В 2000–2007 гг. происходило развитие операций диверсификации финансовых активов. В этой связи можно отметить, что конвергентность финансовых рынков позволила финансовым операциям приобрести международную диверсификацию. Подобная интернационализация стала неотъемлемой частью глобализационных процессов на финансовом рынке, которые привели к образованию целой сети международных финансовых организаций, глобальных транснациональных

¹ В п. 2.1 мы подробно исследуем рынок финансовых производных, его цели и задачи, экономическое значение его финансового инструментария.

банковских групп¹. Если говорить о полных процессах объединения и конвергенции на финансовом рынке, то подобная форма поглощений, распространенная в это время, видится как новое веяние. Данная особенность проявилась после активизации мобильного спекулятивного капитала и инвестиций на сегментах, включаемых в международный финансовый рынок. Так, объем сделок по слиянию и поглощению различных финансовых институтов увеличился в десятки раз [62]. Например, выше описанное положение на финансовом рынке привело к глобальной диспропорции, выразившейся в концентрации капитала у ограниченного круга субъектов. На финансовом рынке стали происходить не просто поглощения локального характера (например, в рамках структуры финансового рынка одной страны) — для последнего десятилетия XX в., первого десятилетия нынешнего столетия и последующего десятилетия стали характерными поглощениями на уровне международного финансового рынка. Например, с 1992 по 2007 г. произошло более 70 крупных поглощений, и это касается только коммерческих банков. В этой связи очень показательна политика операторов финансового рынка США, проводимая несмотря на кризис и продолжающиеся посткризисные изменения [63]. Так, особенно наиболее тенденциозную политику по поглощению других участников ссудного рынка проводил *Bank of America*: за 2004–2007 гг. он относительно успешно поглотил *Security Pacific Bank*, *Nations Bank*, *Continental Bank*, который был резидентом Великобритании, был также поглощен *Fleet Boston Bank*. Кроме всего этого и действий *Bank of America*, на рынке слияний и поглощений действовали и другие участники, например, *Citibank*, который после поглощения в 2006 г. инвестиционной компании *Solomon Smith Barney* уже был назван как *Citigroup*; в 2007 г. «АБН-АМРО Банк» и вошел в состав итальянского банка «Антон вентуро».

Данная особенность наблюдалась и на финансовом рынке России, но здесь была своя специфика. Процессы слияния и поглощения стали характерной чертой российского рынка только в период финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. В этой связи наиболее показателен опыт «Промсвязьбанка», который приобрел 98% акций «Связь банка».

Мы видим, что и на мировом, и на российском финансовом рынке практически в одно и то же время происходили похожие процессы². Все они были связаны с большой доступностью кредитных ресурсов. Однако эта доступность имеет свою специфику: крупные банки или банковские группы имеют гораздо больше возможностей для привлечения свободных денежных ресурсов на финансовых рынках. Как отмечают А. Н. Пыткин и Р. В. Зике, это отражается на уровне ликвидности данных участников, что создает ситуацию, когда участник ссудного

¹ Глобализационный процесс по образованию транснациональных банковских групп не просто привел к формированию новых операторов на ссудном рынке, а способствовал фактическому поглощению одних участников рынка другими.

² В данном случае стоит отметить своеобразную специфику российского рынка, которая была ранее раскрыта в п. 1.1. Эта специфика увеличивает рискованность операций на российском финансовом рынке.

рынка с меньшими возможностями, но с бóльшим стратегическим потенциалом становится заложником сложившейся ситуации [64].

Другой важной особенностью развития современного финансового рынка является рост операций с финансовыми производными. Так, в течение 1980–2000-х гг. объем операций с финансовыми производными вырос более чем в 8 раз по сравнению с 1970–1980 гг. Одна из причин такого роста связана с увеличением неопределенности результатов операций на финансовом рынке, другой причиной можно назвать большой спекулятивный потенциал современных деривативных инструментов. Кроме того, возрастание числа операций с деривативами ускорило развитие системы управления рисками на валютном и фондовом рынках. Так, операции с деривативами позволяют перераспределять риски и снижать их уровень для отдельных участников сделки, но в результате такого снижения общая ситуация на финансовом рынке не улучшается, а скорее, ухудшается, что приводит к еще более глобальным рискам для всего рынка. Это заметно повышает уровень системного риска всех финансовых инструментов, обращающихся на рынке в этот период¹.

Таким образом, в современной посткризисной ситуации мы можем наблюдать базовые (основные) тенденции, одна из которых связана с возрастанием риска на отдельных сегментах финансового рынка и одновременным отсутствием инструментария или даже структуры инструментов, приемлемых для снижения риска на финансовом рынке. В этом отношении стоит упомянуть об отсутствии некоего рыночного пула активов, «тихой гавани» для смягчения влияния более сильных и развитых рыночных структур.

1.3. Экономические особенности ценообразования на финансовом рынке

Особенности ценообразования на финансовом рынке связаны с тенденциями его развития и структурирования. В отношении порядка определения цен следует обратить внимание, что цена на любом рынке имеет важное, часто определяющее значение. В.К. Сенчагов отмечал, что «даже беглое описание рынка показывает, что цена занимает особое место в этой сложной структуре» [65, с. 506]. Кроме того, цена, будучи результатом процесса ценообразования, зависит от многих составляющих, в частности от уровня развития и функционирования ссудного рынка, товарных и фондовых бирж, страхового рынка, валютного рынка. Все эти факторы в совокупности непосредственно влияют на ценообразование. Цены также следует рассматривать как один из косвенных регуляторов рыночного поведения. Цены выполняют ряд функций, основные из которых, по мнению В.К. Сенчагова, — это измерение результатов хозяйственной деятельности и ценности товаров и услуг,

¹ Подробнее рынок финансовых производных (деривативов) исследован в гл. 3, 4.

отражение спроса и предложения, стимулирование в конкурентной борьбе снижения индивидуальных издержек производства [65, с. 515]. Для предприятий цены представляются неким нормативом затрат при получении результата производства. В хозяйственном обороте цены показывают, какие затраты рынок признает оправданными для изготовления определенного вида продукции. Еще К. Маркс отмечал, что уровень цен на некий продукт может сам устанавливаться на рынке. Это относится и к уровню рентабельности для определенных отраслей экономики [6, с. 47]. Однако подобная трактовка понятия «цена» характерна для отраслей реального сектора экономики, в которых перечисленные факторы играют важную роль. В частности, на финансовом рынке порядок ценообразования всецело зависит от изменения рыночных трендов, что связано с условиями функционирования финансового рынка.

В современной экономической науке существует мнение, что цены на финансовом и любом другом (например, товарном) рынке подвержены закону спроса и предложения. В зависимости от сегмента международного финансового рынка цена на торгуемый финансовый ресурс принимает различные формы: положительной курсовой разницы, дивиденда, процента, прибыли от инвестиций в капитал, от страховой премии [45, с. 24]. Нам видится, что глубинная экономическая причина формирования и/или изменения цен практически на все финансовые инструменты — это влияние движения капитала на определенном сегменте финансового рынка. Так, движение капитала можно наблюдать в виде притока свободных денежных средств и их дальнейшего инвестирования в продукты финансового рынка. На финансовом рынке вместо инвестирования может наблюдаться рост спекулятивных операций.

В любом случае процесс инвестирования и спекуляции предполагают формирование платежеспособного спроса на определенные финансовые инструменты. Следовательно, утверждение, что спрос и предложение формируют цены на финансовом рынке, представляется по меньшей мере неточным (исключение могут составлять финансовые инструменты ссудного и страхового рынков, ценообразование которых в большей мере зависит от спроса; влияние спекулятивных факторов на данных рынках остается невысоким). О. А. Гришина и Е. А. Звонова [45] справедливо отмечают, что на международном финансовом рынке возникает зависимость между ценой инвестирования капитала и сроком отвлечения средств. Из этого вытекает определение цены товара (финансового продукта): это доход, который покупатель этого продукта должен обеспечить продавцу. Иными словами, специфика формирования цены финансового продукта заключается не только в действии рыночных законов спроса и предложения, но и в длительности срока отчуждения финансовых средств у владельцев [45, с. 29]. Однако, на наш взгляд, экономические факторы, влияющие на ценообразование на финансовом рынке, более многообразны.

Прежде всего, следует рассмотреть влияние фактора времени на цены финансовых активов. Представим процесс инвестирования или любого иного вложе-

ния свободных денежных средств как некий поступательный временной процесс. Чтобы определить стоимость любого финансового инструмента, в первую очередь следует рассмотреть связанный с ним денежный поток, второй важный момент — определение степени риска при вложении свободных денежных средств в данный актив.

При исследовании денежного потока необходимо изучить, как отмечает Ю.-Д. Люу, следующие обстоятельства: 1) величину и знак денежных сумм, вовлеченных в инвестиционный процесс; 2) моменты времени, отмечающие поступление денежных сумм; 3) коэффициент, позволяющий дисконтировать эти суммы [67, с. 30].

Любой актив на финансовом рынке можно представить как инструмент, приносящий доход. При этом доход может быть объективирован в виде процентных платежей или иной уплаты денежных средств.

Однако, по мнению других исследователей, ценообразование на финансовом рынке напрямую зависит от двух групп факторов: действующих на микро- и макроуровне.

Первая группа относится к категории объективных факторов, которые по сути сводятся к параметрам состояния действительного капитала, служащего основой для эмиссии финансовых инструментов. На рынке, например, ценных бумаг, к каким факторам следует отнести:

— финансовое состояние фирмы-эмитента (данный параметр влияет в первую очередь на степень риска вложений: чем лучше финансовое состояние, тем безопаснее инвестирование в данный актив);

— стоимость и количественный состав финансового инструмента, находящегося у владельцев (влияет на ликвидность инструментов: чем больше инструментов находится в обращении, тем, как правило, выше ликвидность);

— текущие прибыли эмитента (определяет размер получаемых дивидендов);

— перспективность отрасли, в которой функционирует эмитент (например, в отраслях высоких технологий возникает своеобразный «отложенный» спрос на дивиденды, когда инвесторы ориентируются не на размер дивидендных выплат, а на ожидаемый прирост цены акций) [67, с. 76].

Вторая группа факторов носит более глобальный характер. Это факторы, действующие на уровне группы эмиссии финансовых инструментов или на всем финансовом рынке, которые располагаются на макроуровне и характеризуют общее состояние экономики (в некоторых случаях — даже мировой):

— устойчивость, сбалансированность и перспективы роста экономики, надежность финансовой системы (степень риска вложений);

— конъюнктура товарных рынков, рынков золота, недвижимости и т. п. (сопоставление с альтернативными способами инвестирования);

— темпы экономического роста;

— масштабы производства акционерных предприятий, степень использования ценных бумаг для привлечения средств (ликвидность);

— межотраслевые переливы капиталов, доступность и ликвидность рынка капиталов, состояние платежных балансов и валютной системы, динамика валютного курса [67, с. 78];

Применительно к специфике российского рынка одним из важных факторов выступает большой уровень нестабильного капитала на рынке, что создает избыточный спрос на различные финансовые инструменты.

Однако перечисленные факторы не учитывают влияние специфических условий развития рынка на цену финансового актива. В частности, при формировании цены на финансовый актив существенное значение имеют спекулятивные факторы. Они оказывают доминирующее влияние на биржевой рынок, т.е. рынок, на котором структура формирования спроса и предложения имеет биржевой характер. Кроме того, спекулятивные факторы имеют особое значение при формировании цены финансовых инструментов. Любую спекулятивную тенденцию можно представить в виде саморазвивающегося процесса, зависящего от тенденций и трендов развития на рынке. Однако для финансового рынка спекулятивная составляющая цены актива представляется вполне нормальным элементом состояния рынка, как, например, обычная форма торговли на товарном рынке.

Воздействие на спекулятивную составляющую цены финансового инструмента (например, акции) оказывают следующие факторы:

— склонность отдельных игроков рынка к использованию конфиденциальной информации, что может привести к спекулятивному повышению или понижению стоимости финансового актива;

— заявления влиятельных лиц в сфере экономики и/или политики, которые могут влиять на экономические процессы, связанные с данным финансовым активом. Действие этого фактора направлено на цену и доходность финансового актива, а также практически на все типы финансовых инструментов, в особенности имеющих обращение на открытом рынке [68, с. 12].

Еще одним фактором, воздействующим на цену финансовых инструментов, является риск на приобретение соответствующего инструментария. Роль риска представляется весьма значительной. Как отмечают Ю. Бригхем и Л. Гапенски, при инвестировании в финансовые инструменты особое внимание следует обратить как на оценку степени риска для денежных потоков, так и на включение оценки риска в анализ доходности инвестируемого актива [69, с. 4]. Следовательно, при анализе финансовых инструментов вполне логичным видится вопрос риска операций с данным инструментом.

При анализе сущности понятия «риск» следует учесть, что эта категория и в бизнесе, и в предпринимательской деятельности имеет самостоятельное теоретическое и прикладное значение. Как отмечают А.С. Шапкин и В.А. Шапкин, риск можно представить в виде совокупности факторов, влияющих на принятие решения по инвестированию денежных средств в соответствующие финансовые активы [70].

В настоящее время отсутствуют полноценные исследования, всесторонне рассматривающие риск операций на финансовых рынках. Тем не менее работы

отдельных авторов по этой теме заслуживают внимания. Так, по мнению А. Дамодарана, в финансовой сфере определение «риск» понимается иначе, чем в реальном секторе экономики. Для ученого-экономиста риск означает вероятность того, что доход на сделанную инвестицию будет отличаться от ожидаемого. Таким образом, риск включает в себя не только неблагоприятные (доходы ниже ожидаемых), но и благоприятные (доходы равны ожидаемым поступлениям или выше ожидаемых) исходные составляющие. С практической точки зрения первый вид риска можно назвать риском снижения (*downside risk*), а второй — риском повышения (*upside risk*) [71, с. 82]. Однако такое разграничение видов риска не всегда оправданно для многих инструментов финансового рынка. Например, на таком сегменте, как рынок финансовых деривативов, обращаются инструменты, призванные хеджировать инвестиционные портфели. Такой рынок может использоваться для хеджирования финансового риска инвестора, а его инструменты должны уменьшать риск инвестирования в соответствующие активы.

Экономическое понятие «риск» также характеризуется несколькими составляющими — этот вывод вытекает из многочисленных определений риска, имеющих в экономической литературе. Проанализировав различные определения риска, мы можем сказать, что данной категории присущи следующие характерные черты:

— случайный характер события, который и определяет, которое из всех возможных вероятностных состояний может быть реализовано при инвестировании на финансовом рынке;

— наличие альтернативных вариантов инвестиций;

— присутствие информации (или возможности ее получения) о вероятности прогнозирования доходности в результате инвестирования;

— определение вероятности величины убытка;

— условия расчета вероятности получения дополнительной прибыли;

— возможность расчета вероятностных характеристик диверсификации финансовых активов с помощью инструментов рынка финансовых деривативов.

Итак, по мнению автора, риск проведения операций на финансовом рынке — это деятельность субъектов на рынке, осуществляемая в процессе неопределенности, которая имеет своей целью минимизировать возможные потери при условии достижения желаемого результата.

Следовательно, риск на финансовом рынке — это вероятностная характеристика, присущая любому инвестиционному процессу. Ситуация риска, которая характерна для любого инвестиционного процесса на рынке и выступает неотъемлемой частью результата процесса ценообразования, представляет собой разновидность неопределенности, когда наступление какого-либо события вероятно и может быть определено, т. е. объективно существует возможность оценить вероятность возникающих на рынке событий.

Развитие и дальнейшее увеличение на финансовом рынке рисков составляющей оказывает существенное влияние на процесс ценообразования.

Ценообразование на финансовом рынке — сложный многоуровневый процесс, в результате которого под воздействием спроса и предложения формируется цена на определенный актив. На ценообразование непосредственно влияют несколько факторов, в том числе риск инвестирования в финансовый актив. Данный фактор представляется следствием волатильного состояния финансового рынка, которое связано с постоянной волатильностью операций с финансовыми активами. Общая динамика цен на финансовые активы способна влиять на нестабильность рынков в целом и нестабильное положение отдельных финансовых инструментов. Еще одна причина возникновения экономической нестабильности заключается в самой структуре формирования и функционирования финансового рынка. Как отмечает В. Н. Якимкин, финансовые рынки, по сути, являются «громоздкой расчетной палатой, где работают взаимозачетные механизмы посредством соответствующих ценовых соотношений, с целью удовлетворения потребностей действующих на них субъектов» [37, с. 19]. Рассмотрев процедуру ценообразования на финансовом рынке, мы можем сделать предположение о его непредсказуемости. Это делает необходимым более детальное исследование структурных особенностей функционирования финансового рынка.

Предположим, что финансовый рынок представлен множеством финансовых инструментов, с которыми участники рынка постоянно проводят всевозможные операции. Это множество можно изобразить в виде временного ряда. Дальнейшее исследование этого временного ряда приведет нас к другому ряду, который состоит из совокупности чисел, представляющих изменения цен финансовых активов за определенный период. Исследование данного ряда позволяет сделать вывод: цены на финансовые активы ведут себя в большей степени непредсказуемо. Как отмечают Р. Н. Мантенья и Г. Ю. Стенли, «... при первом взгляде обнаруживается удивительный парадокс: динамические характеристики временного ряда, например отражающего цену финансового инструмента, в сущности неотличимы от характеристик стохастического (вероятностного) процесса» [58, с. 23]. Одна из основных причин такого поведения цен заключается в том, что механизм ценообразования на финансовом рынке предполагает значительное влияние рисковей составляющей. Практически все финансовые активы на любых рынках, попадающих под действие законов финансового рынка, подвержены закономерностям функционирования арбитражной модели. Данная модель предполагает покупку и продажу одного и того же финансового актива с целью получения прибыли за счет разницы на различных финансовых рынках. Подобные сделки могут проходить как на одном рынке, так и на разных, причем эти рынки могут находиться в разных странах, что свидетельствует об интернационализации и глобализационных процессах на финансовом рынке. Такое поведение участников рынка приводит к временному установлению эффективной цены.

Финансовый рынок в первой половине XIX в. считался сверхэффективной рыночной системой. Однако в современных условиях эффективность рынка — это преувеличение. Несмотря на то, что рынки являются очень сложными системами,

аккумулирующими информацию о соответствующем активе в виде временных рядов цен, наибольшее распространение среди экономистов получила концепция, согласно которой рынки в высшей степени эффективны в части определения наиболее рациональных цен торгуемых активов. Данная гипотеза (гипотеза эффективного рынка) была представлена в середине 1960-х гг. Теоретической основой эффективного рынка послужила работа Л. Башелье [72]. В дальнейшем эту тему исследовал П. Самуэльсон, который в 1965 г. сформулировал применимую к рыночным условиям гипотезу эффективного рынка и математически доказал, что ожидаемые цены изменяются случайным образом [73].

Гипотеза эффективного рынка предполагает следование вероятностному условию, при этом цены на финансовом рынке также подвержены влиянию интуитивно-вероятностной модели справедливой игры. Это приводит к нестабильному изменению цен на финансовые активы. Так, в понимании игрока (инвестора) игра представляется справедливой, когда выигрыши и проигрыши взаимно компенсируются и уравнивают друг друга. Например, ожидаемое накопление инвестора равно его текущим активам. Значит, вывод из данной формулы представляется таким, что любые ценовые изменения невозможно предсказать по подобному историческому ряду изменений цен за прошлые периоды. В приведенном случае следует проанализировать определенные единичные цены на финансовые инструменты различных сегментов финансового рынка и проследить их изменение на протяжении определенного заданного промежутка времени t — один год. При этом следует рассчитать уровень риска для каждого используемого инструмента как показатель уровня рыночного риска λ по данному сегменту рынка, табл. 1.

Таблица 1

Стохастические процессы на финансовых рынках Российской Федерации (2014–2020)

Сегмент финансового рынка	Y_0 , тыс. долл. США	K , тыс. долл. США	$K+1$, тыс. долл. США	E , тыс. долл. США	λ , %
Денежный рынок	100 000	130 000	230 000	245 000	6,521
Рынок капиталов	500 000	600 000	1 100 000	1 240 000	12,727
Судный рынок	500 000	507 000	1 007 000	1 047 000	3,972
Рынок ценных бумаг	500 000	510 000	1 010 000	1 045 000	2,885
Валютный рынок	500 000	750 000	1 250 000	1 750 000	31,725
Рынок деривативов	500 000	650 000	1 150 000	1 486 000	33,184
Страховой рынок	250 000	260 000	510 000	540 000	1,750
Рынок драгоценных металлов	500 000	520 000	1 020 000	1 120 000	0,510
Рынок драгоценных камней	500 000	550 000	1 050 000	1 075 000	0,420

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 27.07.2021); Московская Алмазная Биржа. URL: <http://moscow-diamond-bourse.ru/> (дата обращения: 27.07.2021); Центральный Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021).

Анализ материалов табл. 1 позволяет утверждать, что при достаточно хороших показателях в динамике изменения цен на рынке капиталов мы получаем несколько завышенный показатель риска, при этом показатель риска на ссудном рынке нам видится довольно низким. В данном случае необходимо понимать, что завышенный показатель риска на рынке капитала вбирает в себя риски ссудного рынка и рынка ценных бумаг. В отношении риска по рынку деривативов все достаточно ясно и предсказуемо: показатель риска очень высок. Стоит отметить относительно низкие риски по сегментам рынка тезавраций, в особенности по рынку драгоценных камней. Это свидетельствует о низкой волатильности и антитурбулентности на данном рынке в период с 2014 по 2020 гг. при повышенных показателях риска в этот период времени на валютном рынке и рынке деривативов. Кроме того, в начале 1980-х гг. было доказано, что использование информации, представленной во временном ряду, может предсказывать не только прибыль в краткосрочной перспективе, но и показать на возможные риски, хотя даже исследование временного ряда прибыль/цена или дивиденды не может давать точные данные о поведении актива на рынке.

Таким образом, эмпирические наблюдения и результаты исследования, теоретические разработки показывают с определенностью, что ценовые изменения на финансовом рынке трудно предсказать, если исходить только из данных временного ряда ценовых изменений.

Стоит отметить, что любой финансовый временной ряд выглядит непредсказуемо. Это не значит, что финансовый ряд ни на что не реагирует и его цены никогда не могут измениться. Скорее наоборот — временной ряд цен на финансовом рынке и, как следствие, цены на финансовые активы несут в себе очень большой объем «несжимаемой» информации. В связи с этим существующий временной ряд имеет некоторые особенности:

— в связи с огромной информацией в данном ряду очень сложно, практически невозможно выделить влияние на цену фундаментальных экономических факторов (например, мы можем предположить, что цена финансового инструмента в большей степени зависит только от внутренних рыночных факторов, внешние факторы имеют небольшое значение);

— сложность предсказания цены актива связана не с недостатком информации, а скорее, наоборот, с ее избытком;

— вся структура финансового рынка не предполагает привязки к реальному сектору экономики или корреляции с ним, что может являться причиной создания ценовых пузырей на рынке. Это представляется вариантом объяснения непредсказуемого и, как следствие, высокой волатильностью цен на финансовые активы. Если на сегменте финансового рынка наблюдается устойчивая тенденция относительно цены на финансовый актив, то мы можем предположить, что структура инструмента выглядит таким образом, что она позволяет стабилизировать на некий промежуток времени колебания цен в мировой рыночной практике.

Подтверждением этой теории может быть рынок тезавраций, состоящий из активов, которые показывают относительно предсказуемую и, следовательно,

стабильную динамику своей стоимости благодаря рыночным условиям, которые создаются на рынках драгоценных металлов и драгоценных камней. Хотя в последнее время динамика роста стоимости золота свидетельствует об очень большой доле «горячих» капиталов на данном рынке.

Возвращаясь к особенностям ценообразования финансовых активов, мы можем констатировать, что цены на активы формируются с учетом закономерностей случайного блуждания, а также на основании стохастических процессов Леви.

Например, финансовый рынок стремится к своей эффективности. Эффективный рынок — это идеализированная система. Реальные финансовые рынки только приближенно эффективны. Мы можем только предполагать «идеальные» условия, т. е. существование совершенно эффективного рынка, и внутри данной идеи лишь развивать теории и проводить их эмпирическую проверку. Достоверность полученных данных будет напрямую зависеть от обоснованности сделанных предположений.

Концепция эффективного рынка применительно к финансовым рынкам будет иметь ценность при моделировании финансовых рынков. Приняв эти условия в качестве базовых, мы можем перейти к исследованию случайных процессов, наблюдаемых на финансовых рынках.

Для финансовых инструментов характерно возникновение различных рисков, связанных с биржевыми операциями. Ряд исследователей расценивает это как рискованную ситуацию [74]. Ситуация риска на финансовом рынке может быть представлена при исследовании изменения цен на финансовый актив за определенный период времени. Прежде всего следует рассмотреть математические особенности экономического инструментария финансового рынка. Представим сумму n независимых переменных идентично распределенных случайных величин X_i, x_i ,

$$S_n = x_1 + x_2 + \dots + x_n, \quad (1)$$

В данном случае $S_n = x(n\Delta t)$ следует рассматривать как сумму n случайных величин или как положение блуждающих частиц в момент времени $t = n\Delta t$, где n — количество сделанных единичных шагов; Δt — временной интервал между соседними шагами.

Для примера рассмотрим систему изменения вероятной волатильности на рынке капиталов. В таблице 2 можно проследить изменения в том числе и цен на государственные ценные бумаги (облигации федерального займа — ОФЗ).

Анализ поведения рыночных цен на данные государственные ценные бумаги позволит нам сделать выводы по рынку в целом. Так, при временном периоде 30 дней мы видим, что в 2018 г. положение волатильности на данные активы, т. е. блуждание цены, составляет от 5 до 7 долей из 10 возможных, что сопряжено с риском инвестирования в данные активы равным 0,13 и 0,15 % при инвестировании в июле 2018 г. При этом если мы будем рассматривать те же самые активы уже через год, то увидим и увеличение по величине волатильности активов в среднем на 13,5 % по обеим ценным бумагам. Как итог, мы можем наблюдать и повышение

риска операций по данным бумагам в 2020 г по сравнению с 2018 г. на 15 %. Такое положение вполне объяснимо нестабильным положением в экономике, понижением суверенного рейтинга Российской Федерации и многими другими обстоятельствами. Таким образом, здесь можно сделать вывод о некоей нестабильности фондовых активов, даже эмитированных государством.

Таблица 2

Распределение волатильности цены на государственные фондовые активы (2018–2020 гг.) на примере распределения волатильности по ОФЗ

Ценная бумага	Средневзвешенный годовой оборот, млрд руб.		01.07.2018 г.			01.07.2020 г.		
	2018	2020	S_n	t , дн.	λ , %	S_n	t , дн.	λ , %
ОФЗ (ОФЗ 26207)	0,33171719	3,8846	5,784	30	0,13	7,853	30	0,23
ОФЗ (ОФЗ 29011)	0,35761945	4,1985	6,983	30	0,15	8,739	30	0,26

Примечание. Таблица рассчитана автором по данным ММББ. URL: http://www.micex.ru/marketdata/analysis?secid=SU26207RMFS9&boardid=TQOB&trade_engine=stock&market=bonds&linetype=can (дата обращения: 08.05.2021).

Подобным образом можно рассмотреть иные сегментационные особенности становления финансового рынка, в частности, к данным составным частям можно отнести рынок валютных обязательств (табл. 3).

Таблица 3

Распределение волатильности цены на валютном рынке Российской Федерации (2018–2020 гг.) на примере распределения волатильности по валютным активам ММББ

Инструмент валютного рынка	Средневзвешенный го- довой оборот, млрд руб.		01.07.2018 г.			01.07.2020 г.		
	2018	2020	S_n	t , дн.	λ , %	S_n	t , дн.	λ , %
CNYRUB_TOD	9,074	7,064	5,176	30	8,10	18,753	30	12,42
CNYRUB_TOM	80,503	186,810	4,184	30	6,83	19,652	30	13,32
EURUSD_TOD	154,641	48,735	3,189	30	3,56	27,736	30	19,74
EURUSD_TOM	1367,056	209648,07	3,962	30	2,96	28,439	30	22,85

Примечание. Таблица рассчитана автором по данным ММББ. URL: http://www.micex.ru/marketdata/analysis?secid=SU26207RMFS9&boardid=TQOB&trade_engine=stock&market=bonds&linetype=can (дата обращения: 08.05.2021).

Результаты табл. 3 позволяют увидеть тенденции развития валютного рынка на основании изменения и показатели по основным инструментам валютного рынка, торгуемым на ПАО «Московская биржа». Можно также отметить общее повышение объема операций на валютном рынке практически со всеми активами, связанными с покупкой/продажей долларов США и евро. Подобная тенденция

наблюдается в отношении британских фунтов, при этом рублевые инструменты более чем в 10 раз уступают иностранной валюте в объемах операций на бирже. В данном случае проводилось сравнение объемов торгов по наиболее часто используемым инструментам в 2018 и в 2020 гг. Одной из причин такого положения дел представляется недавняя девальвация рубля более чем на 25 %, что непосредственно оказало влияние на рост объемов операций с рублем как по сделкам *tomorrow*, так и по сделкам *today* в отношении 2018 и 2020 гг. в сравнении. Также, если рассмотреть 30-дневный период торгов на бирже, то мы можем прийти к выводу о росте показателя λ , который характеризует величину рискованности, уровень риска при определенных операциях на рынке, наиболее динамичное увеличение данного показателя заметно по операциям с долларом США и евро. Так, увеличение в 2020 г по сравнению с 2018 г. составило более 100 %, что свидетельствует о непостоянности показателей и трендов, повышенной волатильности торговли на валютном рынке. Как уже ранее отмечалось, тренды и тенденции на валютном рынке России свидетельствуют об увеличении объема операций с долларом США и евро.

В целом распределение цен на финансовые активы вследствие относительно высокого уровня λ , т.е. уровня риска, могут вполне естественно описываться неким процессом распределения. В частности, аналогично распределенные случайные величины x_i могут характеризоваться некими моментами $E(x_i)$. Подобные величины не будут каким-либо образом зависеть от i . Это и будет одним из вариантов случайного блуждания цен на финансовые активы на любом сегменте финансового рынка.

Простейшим примером случайного блуждания может быть распределение, осуществляемое при помощи случайных шагов размером s . В этом случае x_i случайно может принимать значения $+s$ или $-s$, что, в свою очередь, может и служить причиной случайного блуждания цен.

В частности, как первый, так и второй случай для подобного процесса могут быть описаны следующим образом:

$$E(x_i) = 0 \text{ и } E(x_i^2) = S^2. \quad (2)$$

Продолжая наше исследование, можно сделать вывод, что для подобного случайного блуждания величина доходности E может вычисляться следующим образом:

$$E\{x_i x_j\} = \sigma_{ij} s^2. \quad (3)$$

Из равенства (3) следует, если применить формулы предельного перехода, то доходность можно записать в вышеуказанном виде.

Таким образом, в первом приближении нестабильность на финансовом рынке возникает как результат самовозрастающего процесса. Эта особенность поведения цен характерна для любого сегмента финансового рынка. В частности, на рынке мы наблюдаем ситуацию случайного блуждания цен на финансовые активы. В за-

висимости от порядка определения цены на финансовый актив (в особенности это касается рискованной модели, которая влияет на ценообразование) цены на финансовом рынке подвержены хаотичному движению, имеющему зависимость далеко не от рыночных факторов. В подобном случае все эти факторы приводят рынок к излишней волатильности и несут, как следствие, нестабильное состояние на финансовом рынке, данное состояние отражается в увеличении риска совершения операций.

В современной теории существуют известные методики определения риска:

- 1) $\text{VaR}_\alpha(X)$;
- 2) $\text{CVaR}_\alpha(X)$ [75];
- 3) $\text{VaRe} = \text{VaR}_\alpha(X - E(X))$;
- 4) $\text{CVaRe} = \text{CVaR}_\alpha(X - E(X))$

Эти методики используются для вычисления не только риска отдельных финансовых активов, но и риска при инвестировании в портфели, составленные из активов, обращающихся на финансовом рынке. Мы вновь возвращаемся к особенностям финансовых активов, которые заключаются в асимметричном поведении активов на рынке, и к определению блуждающей величины доходности на финансовом рынке.

Теперь мы можем сделать вывод, что для случайного блуждания дисперсия любого процесса представляется в виде некоего линейного процесса, который возрастает с увеличением количества шагов. Так, поведение цен можно рассмотреть как некий предельный переход случайного блуждания.

Предельный переход случайного блуждания на финансовом рынке может быть записан в виде некоего стохастического инерционного процесса, который при условии $n \rightarrow \infty$ и $\Delta t \rightarrow 0$ будет стремиться к конечной величине.

Линейная зависимость дисперсии $s^2(t)$ от t и представляется одной из типичных характеристик поведения цен на финансовом рынке. В подобной ситуации находятся практически все известные рыночные системы, где цены подвержены случайному блужданию [76, с. 57]. Не является исключением и финансовый рынок. Эта зависимость и есть один из видов диффузионного процесса, характеризующегося возможностью изменения цен на финансовых рынках. Данный стохастический процесс можно с уверенностью причислить к категории винеровских процессов [77].

В этом отношении предельный переход случайного блуждания может быть рассмотрен как определенная функция риска рыночной системы, т. е. функции переменных s и n , которые мы можем приравнять к функции E и методике выявления риска:

$$E\{x^2(t)\} = \text{CVaR}_\alpha(X). \quad (4)$$

Например, случайное блуждание цен на рынке можно описать в виде гауссовского процесса, т. е. хаотичного блуждания частиц. Подобное блуждание цен мы можем представить в виде определенного трендового процесса.

На разных рынках, входящих в финансовый рынок, мы видим неравномерность изменения, т. е. фактическое блуждание цен финансовых активов, что представляется одной из составных частей гауссовского процесса¹.

Эта черта свойственна порядку ценообразования на любом финансовом рынке и является одной из главных причин повышенной волатильности и последующей нестабильности цен на финансовые активы. Для предотвращения подобной ситуации с целью минимизации рисков составляющей на рынке следует использовать финансовые активы с относительно предсказуемым вариантом поведения цен. В этом случае финансовый рынок может получить приемлемый инструмент снижения волатильности цен рыночных инструментов, что и может быть одним из значимых факторов стабилизации состояния на рынке. Стоит отметить, что в связи с важностью значения стабилизации финансового рынка следует вести речь о построении некоего концептуального представления о стабилизационной составляющей финансового рынка.

¹ Гауссовский процесс — это некий вещественный процесс, при котором для любых случайных и временных значений ряда чисел (цена на финансовые активы) случайный вектор, составленный на базе данных величин, имеет многомерное нормальное распределение.

ГЛАВА 2. ТИПИЗАЦИЯ ИНСТРУМЕНТОВ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

2.1. Типовой и видовой состав финансовых инструментов

В современной экономической науке отсутствует единое мнение относительно определения типового и видового состава инструментария финансового рынка. Например, А. О. Краев, И. И. Коньков и П. Ю. Малеев предлагают классификацию облигаций, в которой отдельно рассматриваются виды определенных финансовых инструментов: например облигации, обеспеченные залогом; облигации, не имеющие фиксированного залога; необеспеченные облигации [78, с. 48]. По поводу определения понятия «тип инструментов финансового рынка» указанные авторы не высказали своего мнения. Типовой и видовой состав инструментов на финансовом рынке может быть рассмотрен с позиции типизации финансовых инструментов.

Проанализируем понятия «типизация финансовых инструментов». Вид — это определенная экономическая категория, имеющая общие признаки в рамках заданной тенденции. В этом случае границы и направление тенденции могут определяться типовыми признаками, характеризующими соответствующую экономическую категорию [79, с. 71].

В нашем случае под типами мы понимаем определенные сегменты финансового рынка, на которых имеют хождение определенные финансовые инструменты. Следовательно, типизация финансовых инструментов должна проходить строго в рамках предполагаемых структурных элементов финансового рынка.

Видами финансовых инструментов мы можем называть инструменты, обращающиеся на данных сегментах рынка и предполагающие применение определенных условий для их обращения. Эти условия могут носить как внутренний, так и внешний характер.

Однако виды и типы финансовых инструментов можно рассматривать с несколько другой позиции, обозначенной в экономической литературе. Определения видов и типов могут зависеть от особенностей самой экономической категории, с которой работает исследователь. Например, по мнению некоторых ученых, применительно к экономическим категориям следует считать, что «виды — это классификационная единица в систематике, объединяющая разряд предметов, явлений и т. п. одинаковыми признаками, входящими в состав общего разряда» [56, с. 128]. При этом под термином «типы» в экономике подразумевается «образец, форма чего-либо, категория индивидуумов, объединенных общностью черт, признаков» [56, с. 1165].

Подобное представление видится вполне оправданным и экономически обоснованным. По нашему мнению, каждый рынок, структурно входящий в состав

финансового рынка, устанавливает определенные критерии применения финансовых инструментов. Данные критерии связаны с существенными характеристиками рассматриваемого рынка. При этом видовое разнообразие финансовых инструментов наблюдается в рамках определенного рынка.

Более того, финансовый рынок предъявляет ряд требований ко всем инструментам, обращающимся на рынке. Такие требования в определенной степени отражают существенные характеристики финансового рынка. В целом мы можем представить финансовый рынок в виде системы отношений, в которой происходит перераспределение экономических продуктов, имеющих свободное хождение, с целью получения прибыли или хеджирования финансовых инвестиций. Следовательно, подобная система отношений предъявляет некие условия для возможности свободного обращения соответствующего инструментария.

В экономической науке практически все активы могут быть разделены на обладающие и не обладающие материальным носителем [80, с. 12]. Так, активами, обладающими материальным носителем, мы можем назвать такие, которые обладают определенными физическими свойствами, при этом ценность данного актива напрямую зависит от формы и иных осязаемых параметров.

Одной из основных категориальных характеристик материального актива представляется степень его износа, она имеет прямое значение для оценки активов. Применительно к финансовому рынку эта особенность означает, что такие активы не имеют прямой зависимости свойств физической формы от ценности актива.

Кроме того, все финансовые активы мы можем разделить на две основные категории:

- 1) финансовые активы, которые могут быть предметом инвестирования и/или спекуляции;
- 2) финансовые активы, предназначенные для хеджирования/страхования финансовых рисков.

При этом финансовые активы первой категории, в свою очередь, также могут быть разделены на две группы: долговые и долевые финансовые инструменты. Если рассмотреть природу функционирования инвестиционного актива, то финансовые инструменты можно классифицировать как инструменты в зависимости от типа прав требования держателя актива к эмитенту. Так, если это право выражено в какой-либо фиксированной денежной сумме, то данный тип финансового актива можно отнести к долговым. Типичным примером долговых финансовых инструментов могут быть облигации Государственного казначейства США (*Treasures I–IV*).

Иной не менее значимой совокупностью финансовых активов являются долевые активы, которые включают в себя условия об обязанности эмитента выплачивать сумму, зависящую от полученной прибыли в отчетном периоде. Типичный пример таких активов — акции компаний. Долевые финансовые активы предпо-

лагают наделение собственника актива правом управления в соответствующем акционерном обществе.

Ряд исследователей относит некоторые финансовые активы к категории промежуточных, т. е. обладающих признаками как долговых, так и долевого активов. Например, Ф. Дж. Фабоцци приводит аргументы в пользу того, что привилегированные акции и конвертируемые облигации являются финансовыми инструментами, имеющими признаки как долговых, так и долевого активов. В частности, привилегированные акции являются долевым инструментом, дающим инвестору право на получение фиксированной суммы. Однако эти суммы являются обусловленными, т. е. выплачиваются только после выплат держателем долговых инструментов. Другой «комбинированный» инструмент — конвертируемая облигация, позволяющая инвестору при определенных обстоятельствах конвертировать долг в акционерный капитал [80, с. 16].

Однако, по нашему мнению, случай с привилегированными акциями и конвертируемыми облигациями не подходит для данной ситуации. Так, финансовый инструмент на момент принятия покупателем решения о его приобретении должен обладать признаками как долговых, так и долевого финансовых активов. В нашем случае рассматриваемые активы не обладают такими свойствами. Мы видим, что определенный актив из категории долговых перешел в категорию долевого активов. Такая трансформация вполне может возникнуть на финансовом рынке: типичный пример — инструменты рынка финансовых производных. Мы наблюдаем, что инструменты, предназначенные для хеджирования инвестиционных рисков, превращаются в объект вложения спекулятивного капитала. В этом случае финансовый актив, как и в примере с привилегированной акцией, переходит в другой разряд активов. Однако такая трансформация не означает, что инструменты рынка финансовых производных вдруг перешли в категорию долевого или долговых инструментов.

Другой не менее важной особенностью современных финансовых инструментов является их тесное переплетение с формами воздействия отдельных экономических субъектов в рамках его финансового рынка или его структурных элементов. В этой связи представляется интересной деятельность Центрального банка в части воздействия на сегменты финансового рынка. Так, степень воздействия на финансовый рынок со стороны Центрального банка, по мнению О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, имеет прямую зависимость от того, какие риски присутствуют на современном финансовом рынке [45, с. 378]. В частности, основные типы и виды финансовых инструментов, обращающихся на одном из сегментов финансового рынка, можно увидеть в табл. 4. Современные финансовые рынки (мировой и российский) представляются в виде не до конца сбалансированной структуры, где преобладают спекулятивные тенденции и присутствует большая доля современных активов, которые могут торговаться на открытом рынке.

Таблица 4

**Основные финансовые инструменты фондового рынка
при реализации активных операций российских банков, на начало года, млрд руб.**

Показатель	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ценные бумаги, приобретенные кредитными организациями, из них:	2 365,2	4 309,4	5 829,0	6 211,7	7 034,9	7 822,3	8 673,1
вложения:							
в долговые инструменты	–	–	–	4 676,2	5 265,1	6 162,9	7 835,6
в долевые инструменты	–	–	–	915,1	792,0	788,9	832,4
в учтенные векселя	–	–	–	234,0	397,9	273,9	253,4
Участие в дочерних и зависимых обществах (инвестиционный портфель)	–	–	–	386,5	580,2	593,9	643,1
Объем участия в дочерних и зависимых обществах, % к ВВП	5,7	11,1	12,6	11,1	11,2	11,8	12,0
Объем участия в дочерних и зависимых обществах, % к капиталу/активам кредитных организаций	8,5	14,9	17,5	15,2	14,3	13,7	13,2

Примечание. Составлено автором по данным Центрального банка. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrtId=finr> (дата обращения: 13.07.2021).

Данные табл. 4 могут свидетельствовать о том, что фондовый рынок имеет значимую роль в перераспределительных процессах на финансовом рынке, однако важным составляющим фактором видится то, что при росте объема вложений в долговые инструменты, в частности это касается покупки и иных операциях, в основном с государственными ценными бумагами, с 2015 по начало 2018 гг. видится тенденция уменьшения объема данных вложений по отношению к капиталу/активам кредитных организаций, что может оказать влияние на замещение активов в портфелях кредитных организаций более рискованным сегментом. Например, при возможной девальвации рубля это может сыграть на увеличение валютных сделок и покажет динамику роста валютных портфелей банков, что скажется на волатильности как фондового, так и валютного рынков.

В этом отношении можно предположить, что поскольку большинство участников современного финансового рынка являются коммерческими банками, то посредством действий именно Центрального банка можно воздействовать на весь финансовый рынок. Такая логика не выдерживает никакой критики, ведь, как известно, действия Центрального банка могут быть направлены на регулирование не всего финансового рынка, а лишь отдельных его сегментов, например валютного, ссудного рынков и рынка капиталов. Более того, не стоит забывать, что Центральный банк в своей деятельности реализует денежно-кредитную политику, направленную на достижение следующих целей:

- поддержание стабильности национальной валюты;
- низкий уровень инфляции; применение режима управляемого плавающего валютного курса;
- ограничение темпов укрепления рубля в связи с высоким положительным сальдо платежного баланса России;
- снижение рисков на финансовом рынке России посредством сглаживания динамики курса национальной валюты;
- инфляционное таргетирование.

Однако перечисленные цели по своей экономической природе не являются инструментами финансового рынка. Понятие «инструмент финансового рынка» предполагает некий оборотоспособный объект, который индивидуально определен, имеет свое предназначение и функционирует в рамках определенной структуры типов и видов инструментов. В случае же с инфляционным таргетированием мы имеем дело не с отдельным инструментом финансового рынка, а с целой методикой воздействия на финансовый рынок, целями которой являются снижение темпов инфляции и стабилизация национальной валюты Российской Федерации. Иными словами, при инфляционном таргетировании применяется целый набор финансовых инструментов [81].

Кроме того, подавляющее большинство финансовых инструментов объективированы в виде ценных бумаг. Так, согласно Гражданскому кодексу РФ, ценная бумага — это документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможна только при его предъявлении.

Все финансовые инструменты мы можем представить в виде определенной классификации. По мнению В. М. Аскинадзи, В. Ф. Максимова и В. С. Петрова, ценные бумаги можно классифицировать по инвестиционным возможностям. При этом инвестиционные возможности ценной бумаги представляют собой «комплексные характеристики, которые отражают набор определенных качеств ценной бумаги, делающих их привлекательными для инвестора» [82, с. 192].

Инструменты, номинированные в долговые финансовые инструменты, которые могут быть размещены на фондовом рынке, необходимо разделить на следующие сегменты:

- 1) финансовые инструменты с фиксированным доходом;
- 2) финансовые инструменты с непостоянным доходом.

В первую группу входят следующие инструменты:

- дисконтные долговые ценные бумаги, типичным примером которых может служить обычная государственная краткосрочная облигация (ГКО);
- облигации с постоянным купонным доходом;
- облигации с фиксированным купонным доходом;

Вторая группа финансовых инструментов включает в себя:

- простые обыкновенные акции;
- привилегированные акции;

Кроме того, инструменты с фиксированным доходом можно разделить на три блока:

- 1) бессрочные (до востребования) депозиты и срочные депозиты;
- 2) ценные бумаги, обращающиеся на денежном рынке;
- 3) облигации.

На ссудном рынке обращаются следующие инструменты:

- инструменты регулирования межбанковского рынка;
- инструменты межбанковского кредитования;
- инструменты кредитования юридических лиц;
- инструменты кредитования физических лиц.

Необходимо отметить, что важную роль играют инструменты рынка тезавраций, в данном случае имеются в виду инструменты, инвестирование в которые позволяет снизить общую волатильность рыночных операций и неким образом уменьшить рыночный риск потери капитала. В этом отношении относительно ликвидными представляются драгоценные металлы: золото, серебро, металлы платиновой подгруппы (платина, палладий, рутений) и выборочные драгоценные камни — это камни I группы (бриллиант, изумруд); при этом важным структурным компонентом инструментария финансового рынка представляются инструменты рынка финансовых производных, потому что именно инструменты данного рынка используются практически на всех иных сегментах финансового рынка. При этом согласно указанию Центрального Банка Российской Федерации № 3565-У от 16.02.2015 г. «О видах производных финансовых инструментов» фактически любой товар в Российской экономике может быть использован как базисный актив на рынке финансовых производных. В этом отношении рынок финансовых производных будет содержать некую двоякую структуру. С одной стороны, это совокупность инструментов, операции с которыми позволяют относительно удобно совершать различные рыночные сделки при минимальных издержках, с другой, — практически любой срочный финансовый инструмент, в особенности, если он носит расчетный характер, может вызвать рост активности и концентрацию рисков на данном сегменте. Но в любом случае инструменты срочного рынка играют важную и значимую роль в выполнении перераспределительной и трансформационной функции финансового рынка.

На финансовом рынке представлено множество рыночных инструментов, в той или иной степени зависящих от особенностей рынков, на которых они обращаются. Все финансовые инструменты обладают схожими свойствами, но инструменты рынка финансовых производных и инструменты рынка тезавраций представляют наибольший интерес.

Как уже говорилось, если инструменты рынка финансовых производных могут представлять крайнюю степень нестабильности и быть источником «инфекционности», то инструменты рынка тезавраций обладают стабилизирующим свойством. Эта характеристика может привести на рынок долгожданную стабильность и служить неким базисом для структурного построения и внедре-

ния новых финансовых инструментов. Вопрос о необходимости пересмотра существующих типов финансовых инструментов с целью придания им большей стабильности неоднократно поднимался в специализированной литературе [83]. Кроме того, мы можем сказать, что стабильное положение финансовых активов непосредственным образом влияет на всю структуру рынка. В свою очередь под стабильностью на рынке (рыночная стабильность) следует понимать такое положение, при котором изменение цен на финансовые активы представляется как определенным образом скорректированный и предсказуемо развивающийся процесс, минимизирующий резкое изменение показателей на рынке, связанных с ценами финансовых активов. Стабильные финансовые активы предполагают некую типизацию, которая характерна для стабильного развития рынка.

Особенности типизации финансовых инструментов (типовой и видовой состав) связаны прежде всего с ценообразованием и последующим обращением финансовых инструментов, имеющих хождение на всевозможных рыночных сегментах. Например, рассмотрим инструменты фондового рынка. Это долговые и долевыми финансовые инструменты, присутствующие преимущественно на фондовом рынке. Эти финансовые инструменты, как, впрочем, и многие другие, мы можем исследовать с позиции оценки тех особенностей, которые имеют ключевое значение для всех инструментов. Это принципиальные отличия соответствующих финансовых инструментов в части ликвидности. Думается, для подобных инструментов фондового рынка характерен риск ликвидности¹. Ликвидность (от лат. *liquidus* — текучесть) предполагает возможность быстро и желательно без каких-либо потерь трансформировать существующие активы в денежные средства. Применительно к финансовым инструментам мы можем предположить, что ликвидность следует рассматривать как способность финансовых инструментов использоваться в виде эквивалента платежа с последующей возможностью быстрой трансформации в наличные денежные средства. При этом степень ликвидности финансовых инструментов зависит от того, насколько актив сохранил свою номинальную стоимость, т. е. насколько он может «безболезненно» превращаться на рынке в денежные средства. Следовательно, фактически все финансовые инструменты должны обладать следующими свойствами:

- максимальное сохранение существующей стоимости;
- возможность использования финансового инструмента в любых операциях на рынке.

В частности, сохранение текущей стоимости финансовых инструментов далее предполагает возможность ее выражения, например в виде некой меры стоимости. Значит, все финансовые инструменты можно представить как особые товары, имеющие специфическую потребительскую стоимость, т. е. способные выполнять функции финансового эквивалента. Однако в отличие от денежных средств инструменты финансового рынка в большей своей части способны вы-

¹ В современной экономике для любого вида финансовых активов характерны множественные риски: дефолтные, процентные, инфляционные, валютные и др.

полнять функции неполноценного финансового эквивалента, т. е. с течением времени могут не в полном объеме окупать инвестиции, сделанные в них. Исключением в этом отношении представляется рынок тезавраций, инструменты которого (драгоценные металлы, драгоценные камни, предметы антиквариата и рынка произведений искусств), напротив, имеют тенденцию к приумножению своей стоимости [84].

Риск ликвидности связан с невозможностью или с возможностью увеличения доли активов, которые можно быстро продать, но с большими финансовыми потерями, трансформировать активы ссудного рынка в денежные средства, т. е. в активы денежного рынка. Ликвидность инструментов фондового рынка может быть ограничена многими факторами.

Во-первых, формой и методами обращения активов на рынке, в данном случае биржевом. Биржевой рынок и соответствующая форма торговли дают многие возможности инвесторам, но биржевая форма таит множественные риски, объективирующиеся в возможном риске ликвидности, особенно при наличии неблагоприятных тенденций на биржевом рынке. Несмотря на то что риск ликвидности относится к неинвестиционным рискам, он, безусловно, характерен и для других инструментов финансового рынка.

Во-вторых, ликвидность зависит от массы рыночных факторов, в том числе от величины свободного капитала на рынке. Рыночные факторы объективно влияют на ликвидность всех финансовых инструментов.

Кроме того, необходимо отметить, что многие активы, обращающиеся на финансовом рынке, могут становиться выразителями стоимости. Определение стоимости происходит на финансовых рынках в отношении практически всех финансовых инструментов. По мысли М. М. Кудиновой, «финансовые инструменты сами становятся достойными выразителями стоимости...» [84, с. 10]. Данное утверждение частично отражает природу финансовых инструментов, так как мы можем представить и отобразить определенную связь между деньгами и иными финансовыми инструментами. Это можно с успехом сделать в рамках известной формулы оборота финансового капитала.

Для всестороннего изучения финансового капитала следует подробнее остановиться на процессе реализации на рынке финансовых инструментов. В процессе приобретения финансовых инструментов происходит одновременное перемещение денежных средств от покупателя к продавцу. Это одна из форм финансового капитала. Деление финансового капитала на отдельные сегменты имеет непосредственную привязку к различным формам финансового капитала. Формы финансового капитала объективируются в виде соответствующих инструментов финансового рынка. Применительно к формам финансового капитала следует отметить различные свойства ликвидности не только финансовых инструментов, но и отдельных рынков. Такая иерархия связана с делением капитала на оборотный и основной. Однако деление капитала на оборотный и основной следует учитывать при разграничении финансового рынка по отдельным сегментам.

Для каждой группы финансовых активов характерен свой механизм ликвидности. Так, в существующей системе финансового рынка в зависимости от категории рынка присуща собственная типизация финансового инструментария.

Например, рассмотрим основные финансовые инструменты. Наименее ликвидными инструментами являются инструменты ссудного рынка. При всем их многообразии (от кредитных продуктов межбанковского сектора до ссуд физическим лицам) подобные продукты не могут сравняться с инструментами валютного или денежного рынка. В частности, большинство субъектов ссудного рынка оформляют свои денежные обязательства в виде договорных отношений, например, кредитные организации в соответствии с действующим законодательством используют простую письменную форму. Закон также предусматривает процедуру переуступки права требования. Данное право предоставлено кредитору, при этом оно может быть реализовано без учета мнения должника. Но даже при такой простой и понятной процедуре подобный финансовый инструмент может иметь большие проблемы ликвидности. В этой связи следует упомянуть проблемы с «токсичными» активами, волновавшие банковское сообщество в период финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. В частности, именно по этой причине, которая и предопределила большой невозврат кредитов, ликвидность данного типа финансовых инструментов оставляет желать лучшего.

Следует учесть, что особенность типизации финансовых инструментов связана с тем, что финансовые инструменты в своей основе предполагают размещение самих финансовых активов или определенных финансовых показателей, таких как процентная ставка, кредитный спрэд или более структурированный элемент, таким элементом может быть и индексная составляющая. При этом на отдельном сегменте финансового рынка мы можем наблюдать некие составные элементы. В частности, это отдельные виды деривативов, представляющие собой «пакеты» различных типов производных контрактов, как форвардных, так и опционных. Так, практически все виды типов финансовых инструментов подвержены влиянию всевозможных финансовых рисков, прежде всего риску ликвидности. Рисксовая составляющая при операциях с финансовыми инструментами связана с особенностью самой экономической сущности инвестиций в финансовые активы. Вопрос постоянной неопределенности вложений в финансовые активы всегда будет характерной чертой типизации финансовых активов [86].

Риск ликвидности, например, в банковской практике можно представить в виде следующей схемы. В деятельности мировых банков ликвидность принято понимать как определенный «запас», или «поток». Ликвидность как «запас», или «поток». Ликвидность как запас, или поток включает определенные уровни — возможности коммерческого банка выполнять свои обязательства перед клиентами в конкретный момент времени путем изменения структуры активов в пользу их высокодоходных статей за счет неиспользованных резервов. Такая формулировка подходит для определения ликвидности самого кредитного учреждения, но не для ликвидности конкретного инструментария, обращающегося на фи-

нансовом рынке. Однако если рассмотреть ситуацию с ликвидностью в общем, то мы можем констатировать, что в настоящее время используемый инструментарий применяется для оценки состояния ликвидности предприятий, но не самих инструментов, тем более инструментов финансового рынка. Хотя типизация инструментов финансового рынка позволяет разработать формулу для оценки ликвидности финансовых инструментов.

Сегодня при применении математического инструментария он может быть использован только для оценки того, способна ли кредитная организация или иной субъект экономики покрывать расходы, связанные с ее краткосрочными обязательствами, или покрывать свои долги, сохраняя платежеспособность.

Предположим, что фактические цены на любые финансовые активы можно представить в виде некоего процесса постоянного изменения. В разных случаях степень изменения будет различной, но очевидно, что это изменение будет, и это может стать одним из критериальных факторов всех финансовых активов. Так, волатильность цены как один из признаков типизации может зависеть от процентных ставок, состояния рынка, ликвидности финансовых инструментов. Представим цену P в виде определенной совокупности линейных уравнений, описывающих каждый отдельный фактор, влияющий на цену финансового актива¹. Если рассмотреть более детально вопросы волатильности и последующей нестабильности на финансовом рынке, то мы можем прийти к следующим выводам.

Во-первых, волатильность цены финансового актива возрастает при уменьшении вероятности получения прибыли по финансовому активу (например, подобный процесс наблюдается при одинаковых параметрах ликвидности).

Следовательно, можно предположить, что цены на финансовые активы будут самыми волатильными по сравнению с ценами на объекты реального сектора экономики.

Во-вторых, волатильность ценовой составляющей финансовых активов имеет тенденцию к увеличению при уменьшении ожидаемой доходности. Поэтому финансовые активы, более стабильные на рынке, представляются менее волатильными. Это вполне согласуется с тем, что для финансовых активов, продаваемых выше их рыночной стоимости (например, акций в рамках IPO), уровень волатильности невозможно достоверно определить.

Кроме того, ликвидность финансовых инструментов имеет аддитивную зависимость со степенью волатильности финансовых активов. Степень волатильности есть не что иное, как один из основных факторов дестабилизации финансового рынка. Степень и уровень волатильности финансовых активов более подробно представлены в прил. 3.

Общим элементом типизации финансовых инструментов следует признать ликвидность активов и признак общей волатильности, что связано с уровнем ры-

¹ Характеристика цены любого актива, подверженная влиянию волатильности, видится одним из факторов типизации инструментов финансового рынка [24].

ночного риска и может быть оценено как возможные характерные критерии для оценки типизации финансовых инструментов.

Инструменты финансового рынка можно не только рассмотреть как множество индивидуально определенных инструментов, но и представить в виде временных шкал, описывающих финансовые рынки. При этом временные последовательности представляют не только индивидуально определенные объекты — инструменты финансового рынка, но и совокупность структурных элементов, объединенных общими целями и задачами. Для подобных сложных структурных элементов финансового рынка характерна своя статистика ценовых изменений.

Таким образом, представляется вероятным использовать модель, которая влияет на динамику изменений цен на финансовые активы и которая объясняла бы, какого типа распределения следует ожидать в случае резкого динамического изменения цен на финансовом рынке. В рамках системы сегментов финансового рынка встречаются множественные ценовые ряды, описываемые самыми различными методами [87]. В данном случае следует определиться, какое ценовое распределение можно ожидать на финансовых рынках в контексте изменения, в том числе неопределенной волатильности цен. В настоящее время характерно распределение по степенному закону, которое используется в открытых системах. Но наблюдаемый процесс изменения цен очень часто может быть ограничен конечными размерами. Конечность размера любого рынка представляется условным понятием. Например, в финансово-кредитном экономическом словаре отмечается наличие на рынке фактора равновесия, который иногда ошибочно понимается как индикатор ограниченности рынка [88, с. 58]. При рассмотрении вопроса об особенностях и многокритериальности инструментов финансового рынка нам следует определиться, какого типа распределения следует ожидать для ценовых изменений на финансовом рынке. Р. Мантенья и Г. Стенли утверждают, что с большей долей вероятности это могут быть негауссовские распределения, так как они подчиняются предельным теоремам [58, с. 49]. Кроме того, опыт использования различных инструментов на рынке может показать, что нет необходимости ожидать от всех цен на финансовом рынке более определенных распределений ценовых изменений, которые в большинстве своем могут быть устойчивыми в различные периоды наблюдения.

Например, можно констатировать, что существуют финансовые активы, обращающиеся на рынке, которые можно разделить на несколько категорий, в зависимости от степени и уровня проявления волатильности. В основу категориального разделения необходимо заложить принцип рыночной стабилизации, который зависит от уровня волатильности финансового актива. При этом уровень волатильности следует представить в виде некой функциональной интегральной составляющей от приращения отношения годичной цены к его первоначальной цене, зафиксированной на начало года.

Рассматриваемый показатель будет сигнализировать о том, относится ли финансовый актив к группе высоковолатильных инструментов. Формула будет выглядеть следующим образом:

$$St_{ij} = \sum \int_0^{365} \frac{P_i P_j - P_i P_j}{P_{0i} + P_{0j}} + \delta_{ij}, \quad (5)$$

где St_{ij} — уровень волатильности финансового актива; P_i и P_j — цены на i -й и j -й финансовые инструменты за годичный период; P_{0i} и P_{0j} — цены на i -й и j -й инструменты в начале расчетного периода; δ_{ij} — среднее квадратичное отклонение цен на i -й и j -й финансовые инструменты.

Кроме того, временной отрезок мы изначально взяли за один календарный год, однако на практике данный период может быть менее года. В свою очередь, период более года не следует использовать, так как в этом случае среднеквадратичное отклонение следует считать по другой формуле, в противном случае формула не будет показывать тех значений, которые необходимы. Таким образом, уровень волатильности показывает, в какой степени изменчивы цены на соответствующие финансовые активы. С экономической точки зрения данный показатель говорит о том, можно ли причислить рассматриваемые активы к категории высоковолатильных. Это позволяет установить принадлежность определенных финансовых активов к тем или иным наиболее или наименее волатильным рынкам, где доминируют не законы спроса и предложения, а спекулятивные факторы, влияющие на турбулентность рынков.

Коэффициент волатильности позволяет определить, какие активы наиболее волатильны, а какие практически не изменяют свои цены. Более подробно поведение выявленного показателя можно увидеть в табл. форме.

Таким образом, мы можем наблюдать, что волатильность ценовых характеристик активов может существенно варьировать.

Уровень волатильности финансовых активов в 2014–2020 гг.:

Операции с финансовыми активами	Сегмент финансового рынка	St_{ij} , отн. ед.
Купля/продажа драгоценных камней (бриллианты, изумруды)	Рынок тезавраций	07,05–12,50
Купля/продажа золотых слитков	Рынок тезавраций	10,78–14,86
Купля/продажа предметов антиквариата	Рынок тезавраций	8,57–16,45
Купля/продажа произведений искусства	Рынок тезавраций	9,35–15,91
Предоставление ссуд юридическим лицам (не кредитным организациям)	Ссудный рынок	14,73–19,31
Предоставление ссуд физическим лицам	Ссудный рынок	24,51–51,84
Предоставление ссуд на межбанковском рынке, за исключением операций Центрального банка	Ссудный рынок	18,41–28,63
Предоставление ссуд Центральным банком	Ссудный рынок	10,56–13,32
Продажа страховых продуктов	Страховой рынок	13,03–26,97
Купля/продажа долговых ценных бумаг	Фондовый рынок	27,67–75,64

Операции с финансовыми активами	Сегмент финансового рынка	St_{ip} , отн. ед.
Купля/продажа долевых ценных бумаг	Фондовый рынок	31,54–81,62
Купля/продажа иных ценных бумаг (сертификаты, векселя и др.)	Фондовый рынок, ссудный рынок	30,20–63,29
Купля/продажа инструментов рынка производных финансовых инструментов (биржевая торговля)	Рынок финансовых производных	35,32–86,95
Купля/продажа инструментов рынка производных финансовых инструментов (внебиржевые операции)	Рынок финансовых производных	45,46–96,32

Примечание. Рассчитано автором по данным: The World Bank. URL: www.worldbank.com (дата обращения: 13.07.2021); Росгосстрах. URL: <https://www.rgs.ru/> (дата обращения: 13.07.2021); Центральный банк России. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021); Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021).

Причина изменения кроется в некоем законе распределения стоимостных характеристик различных финансовых активов. Можем предположить, что предложенная нами формула распределения цен финансовых активов подчиняется гауссовскому распределению, что можно принять за определенный аттрактор в функциональном пространстве вероятностных функций.

Например, возможность корреляции ценовых характеристических данных различных финансовых активов может быть представлена как неотъемлемая составляющая всех без исключения финансовых инструментов, что подтверждается международной практикой [89]. Так, если применять гауссовское распределение ко всем инструментам финансового рынка, то можно прийти к выводу, что распределение будет являться неким аттрактором в поле функциональных вероятностных распределений. В данном примере именно гауссовское распределение станет устойчивым распределением, все моменты которого будут конечными. Исключением из данных распределений могут быть ряды, составленные из значений финансовых инструментов стабильных рынков. Например, это рынок драгоценных камней, золотых слитков, рынков произведений искусств. (Что касается рынка произведений искусств, то, думается, не следует поддаваться излишней обманчивости данных финансовых инструментов. Цена произведения искусства может не быть такой стабильной, ведь при оценке велика вероятность ошибки. Оценка уровня стабильности произведений искусства приведена в том числе в прил. 1, 2, 3, 4 и 5.)

Забегая вперед, отметим, что важным фактором нестабильности является современный рынок финансовых производных: по нему получены наибольшие уровни волатильности финансовых активов, что говорит об их нестабильном положении.

Если рассматривать статистику ценовых изменений, то для начала следует обратить внимание на некоторые предельные теоремы теории вероятности, чтобы получить некую теоретическую, а также подтвержденную практикой модель, которая дала бы нам точную информацию об изменении цен на активы соответ-

ствующего сегмента рынка на финансовых рынках. Например, устойчивые негассовские распределения представляют интерес только в том случае, если они соответствуют предельным теоремам.

Однако на волатильных рынках мы не можем наблюдать распределения ценовых изменений, которые устойчивы. Причина этого заключается в тех гипотезах, которые описывают предельную теорему. В частности, случайные величины, описывающие цены на финансовые активы x_i , никоим образом не зависят друг от друга; кроме того, цены на финансовые активы одинаково распределены в финансовом пространстве. Еще Дж. Тобин упоминал о фактически случайном распределении цен на финансовые активы при присутствии двух активов — денег и капитала [90, с. 87]. Однако приведенная гипотеза несложно проверяется на примере эмпирических наблюдений, в частности, за изменением цен на финансовые активы в период от нескольких часов до нескольких лет. (Данное измерение никоим образом не затрагивает возможные корреляции цен на инструменты финансового рынка во время кризиса в экономике, падения рынка и при подобных обстоятельствах.) В то же время высказываемая гипотеза сложно поверяема эмпирическим наблюдением, так как любое стандартное отклонение ценовых изменений очень сильно коррелирует со временем возникновения подобных отклонений, что известно в финансовой науке под названием «волатильность». Именно волатильность характеризуется возможной вероятностью резкого изменения динамики стоимостных характеристик на рынке, степень постоянного изменения можно только проверить, используя новую величину коэффициента, который бы мог определить степень этой изменчивости.

С учетом нового коэффициента мы можем предложить еще одну теорему изменения стоимостных характеристик на финансовом рынке. Предположим, что величины цен финансовых активов x_i не требуют идентичности распределения. Так, предельная теорема может быть применена к финансовыми активам, цены на которые зависимы в большей степени от рыночного движения.

В частности, предельная теорема впервые была представлена А. Хинчиным, который рассмотрел целый класс предельных законов для суммы S_n независимых случайных бесконечно малых случайных величин [91]. Тогда по теореме Хинчина необходимо и вполне достаточно, чтобы была некая функция $F_n S$, равная функции предельного распределения. Данная функция будет представляться в виде бесконечно делимой функции. Например, в энциклопедии финансового риск-менеджмента любой случайный процесс будет являться бесконечно делимым, если для любого натурального числа k он может удовлетворять условию, что сумма k независимых, равномерно распределенных случайных величин (x_i) равна конечному числу [92, с. 57]. Это и будет одним из признаков неустойчивого изменения характеристик финансовых активов, имеющих биржевое обращение. Наоборот, цены на другие финансовые активы показали себя в качестве сверхнадежных финансовых инструментов, они не испытывали ни волатильности, ни иной нестабильности.

Так, в отношении первого типа финансовых активов следует отметить, что класс бесконечно делимых случайных процессов очень широк, в том числе если его рассматривать как класс устойчивых случайных процессов. Бесконечно делимые случайные процессы могут иметь как конечную, так и бесконечную дисперсию. Например, устойчивые негауссовские случайные процессы имеют бесконечную дисперсию, в то время как гауссовский процесс имеет конечную дисперсию.

Исследование ценовых факторов финансовых активов приводит нас к выводу, что функция плотности вероятности ценовых изменений финансовых активов должна сходиться к бесконечно делимой функции вероятности для финансовых активов, обращающихся на биржевых рынках и обладающих повышенной турбулентностью, по теореме Хинчина для большинства величин n распределение ценовых изменений будет очевидно распределенным и в некоторой степени непредсказуемым. Однако плотность вероятности ценовых изменений на иных финансовых рынках, например, на рынке драгоценных камней или рынке золотых слитков, может рассматриваться как сумма независимых идентично распределенных случайных величин. Эти величины могут быть заданы уравнением:

$$\varphi(q) = [\varphi_k(q)]^k, \quad (6)$$

где $\varphi(q)$ — вероятность ценовых изменений инструмента q , $\varphi(q) = 1$; $\varphi_k(q)$ непрерывна.

Вероятностные показатели изменения цен на финансовые инструменты в 2019 г.:

Сегмент финансового рынка	Финансовый инструмент	$\varphi_k(q)$	φ_k
Фондовый рынок	Простая акция ПАО Сбербанк	0,0056	0,23
Валютный рынок	Валютная пара EUR/USD_TOM	0,0754	0,95
Ссудный рынок	Ставка <i>MosPrime Rate</i>	0,0026	0,18
Страховой рынок	Страхование имущества юридических лиц	0,0530	0,26
Срочный рынок	Фьючерсный контракт на курс евро — российский рубль (Eu–9,15)	0,1400	0,74
Рынок тезавраций	Аффинированное золото чистотой 0,999	0,0042	0,16
Рынок драгоценных камней	Изумруд, страна происхождения — Замбия (Gb/Bg 3/4), 1 карат	0,0038	0,10

Примечание. Рассчитано автором с использованием методик исследования случайных процессов по данным: Центральный банк России. URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets> (дата обращения: 13.07.2021); GemPundit. <https://www.gempundit.com/> (дата обращения: 13.07.2021).

Из табл. формы можно сделать ряд выводов. Наиболее подвержены ценовым изменениям инструменты валютного рынка. Средними показателями по уровню волатильности обладают инструменты фондового, валютного и срочного рынка. Наименее подвержены ценовым изменениям инструменты рынка тезавраций,

в частности инструменты рынка драгоценных камней, сохраняющие баланс между волатильностью и ликвидностью.

В случайном процессе не применяются существенные значения разброса вероятности — это характерно для стабильно развивающихся финансовых активов. Таким активами представляются финансовые активы рынка драгоценных камней и золота (хотя современный рынок золота видится как сверхволатильный рынок, где присутствует большая спекулятивная составляющая).

Таким образом, все инструменты, обращающиеся на сегментах финансового рынка, можно разделить на две основные категории: волатильные и относительно стабильные (неволатильные), к категории стабильных мы можем отнести активы, цены которых с течением времени не подвержены большим хаотичным изменениям. В общем и целом, структура и характеристические особенности инструментов, которые участвуют в сделках на финансовом рынке, оказывают непосредственное воздействие на возникновение ситуации нестабильности на финансовом рынке.

2.2. Экономическое значение рынка срочных инструментов

Срочный рынок, или рынок срочных финансовых инструментов, является молодым и достаточно динамично развивающимся рынком и сегментом современной рыночной экономики. В настоящее время существует несколько точек зрения на его значение и функциональные особенности, что связано с той ролью, которую срочный рынок сыграл в развитии последнего финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.

Кроме того, срочный рынок переплетается с другим не менее важным сегментом финансового рынка — рынком производных финансовых инструментов [93, с. 13]. По экономическому содержанию срочный рынок является сегментом рынка срочных финансовых инструментов, которые, обращаясь на срочном рынке, одновременно имеют хождение в рамках иных торговых площадок. Вначале необходимо рассмотреть позицию исследователей, ранее изучавших данный рынок. Наиболее подробные исследования срочного рынка мы можем увидеть в работах Дж. М. Кейнса, Дж. Хикса и Н. Калдора [27, 94, 95].

Исследование срочного рынка представлено в работах Дж. М. Кейнса «Трактат о деньгах» и «Трактат о денежной реформе». Кейнс приводит пример, в котором срочный валютный рынок имеет прямые связи с иными сегментами финансового рынка, поэтому он предложил ряд рекомендаций по его стабилизации в случае неустойчивого курса национальной валюты.

Дж. М. Кейнс анализировал функционирование срочного рынка в тот период, когда он только зарождался и на нем не были развиты спекулятивные тенденции, распространившиеся впоследствии. Изучая срочный валютный рынок, Кейнс отмечал: «... существо срочных девизных сделок не усвоено всеми, соответствующие ставки редко публикуются в газетах. Лишь немногие финансовые проблемы

равного значения вызывают столь малый интерес и общественное внимание. Положения, подобного современному, до войны не было, хотя срочные курсы доллара и тогда отмечались регулярно; его отсчет начинается со времени отказа от поддержания главных валют в 1919 г. Деловая жизнь ныне только начинает вводить срочные сделки. К тому же для обычного делового человека сделка на срок имеет привкус спекуляции... Деловые люди, покупающие и продающие товары за иностранную валюту, все еще не признают особым приемом нормальной финансовой техники (во всяком случае, при осторожном ведении дела) это двойное приобретение иностранной валюты путем сделок на срок ...» [27, с. 157].

Дж. М. Кейнс рассматривает зарождение срочного рынка и вопросы его функционирования в части проведения операций на валютном рынке. Однако в приведенной цитате говорится о возможности и необходимости существования двух видов цен: спотовой и срочной¹. Объективность содержания спотовой и срочной цен на товарном рынке, по мнению Кейнса, связана с действиями производителя. Так, для производителя, который будет поставлять товар в будущем, основную роль играет именно срочная цена, которая и будет индикатором для определения объема производства. Кейнс поясняет, что в рамках интереса для участника торговых операций на финансовом рынке следует избегать ценового риска, продав товар на срок еще до того момента, как он его произведет². Это заключается в том, что стоимость инструментов срочного рынка может сгенерировать увеличение прибыли и вызовет необходимость наращивания объема производства, чтобы в будущем поставить на рынок необходимое количество товара. В случае если цена не будет покрывать издержек производителя, то она будет таким же индикатором, но в отношении того, чтобы не производить данный товар. Таким образом, можно отметить, что цена на срочном рынке может исполнять функцию одного из основных индикаторов возможного положения в будущем, что в принципе спроецирует состояние конъюнктуры в большей степени не реального, товарного, рынка, а скорее состояния положенного товарного рынка, с необходимыми и ожидаемыми инструментами.

В данном варианте развития рыночных отношений подобные два варианта стоимостных характеристик цен могут показывать достаточно интересные и неоднозначные соотношения друг с другом. Они могут зависеть от того, имеются или нет излишние запасы и товары на рынке. Например, если будет отсутствовать излишек товарных запасов, то спотовая цена может превышать срочную. Подобную ситуацию Дж. М. Кейнс называет бэкуордейшн (скидка) и далее отмечает: «... в случае равновесия спроса и предложения на спотовом рынке спотовая цена

¹ Возможность существования двух видов цен на спотовом рынке необходимо рассматривать как один из видов нелинейных аддитивных процессов, характерных для цен, формирующихся на финансовом рынке.

² В данном случае мы сталкиваемся с определенным противоречием: так производитель заранее заинтересован в продаже еще не существующего товара. Следовательно, конструкция договора «чистой» купли-продажи здесь не применима, в таком случае может быть использована иная конструкция.

должна превышать срочную на величину, которой производитель готов пожертвовать, чтобы застраховать себя, т. е. избежать риска изменения цены в течение производственного периода ...» [27, с. 158]. Иными словами, в состоянии рыночного равновесия спотовая цена превышает срочную на размер премии, которую надеются получить спекулянты, выступив в качестве хеджеров.

Более того, избыток товарных запасов может привести рынок к такому состоянию, когда предприниматель будет реализовывать их на спотовом рынке и купит необходимую часть товара на срочном рынке, избежав тем самым расходов по хранению и процентным платежам. Данную ситуацию Кейнс называет контаго (премия). Величина премии должна быть равна цене доставки товара. Поскольку на рынке может быть избыток товаров, следовательно, существует избыток товарных запасов, значит рынок находится в равновесии, что и является причиной повышения цен. Однако на срочном рынке происходит следующее: поскольку хеджер должен уплатить премию за риск, срочная цена должна быть меньше ожидаемой спот-цены; уменьшение цены возможно на составную часть нормальной скидки, в противном случае получалось бы, что производитель должен платить отрицательную цену за неопределенность, т. е. отсутствие риска.

В этой связи Дж. М. Кейнс рассматривал сделки с активами срочного рынка как определенный вариант развития снижения риска финансового положения производителя. По его мнению, хеджеру следует прежде всего взаимодействовать с продавцом, который хочет застраховать свой риск, в частности от падения цен на производимую продукцию. Так, согласно теоретическим взглядам Дж. М. Кейнса, хеджер выступает прежде всего в качестве продавца, который страхует себя от падения цены. Для того чтобы исключить этот риск, он вынужден продавать товар на срок, но он также платит за неопределенность определенную цену своему контрагенту, роль которого, как правило, может взять на себя и спекулянт.

Кроме того, Кейнс подробно описывает механизмы функционирования срочного валютного рынка. Так, одновременно с деталями, характеризующими этот рынок, он отмечает с теоретической позиции, что данный рынок входит во все структурные элементы срочного рынка.

Дж. М. Кейнс предполагает, что, к примеру, сторона сделки не всегда может приобретать товар или предлагать его контрагенту в обмен на некое количество иностранной валюты за наличный расчет, в рамках рассматриваемой схемы может быть учтена схема зачета векселей в качестве погашаемого инструмента за товары. В связи с этим во время сделки, необходимой для покупки или продажи товара валюты, существует валютный риск, в результате которого купец может лишиться всей выручки (прибыли) или ее части. Избежать описанного риска купец может, заключив сделку на срок. После заключения сделки торговец не будет подвергаться валютному риску, он даже сам может пожелать иметь более «твердую» почву под ногами.

Дж. М. Кейнс пришел к выводу, что соотношение спотовой и срочной цен зависит от размера товарных запасов на приемлемом сегменте рынка. Он

предполагал, что инструменты срочного рынка и сделки с ними, могут быть рассмотрены как объект и инструмент хеджирования финансового положения компании эмитента данных инструментов [95, с. 196]. Однако детальный анализ валютного рынка привел Кейнса к ряду выводов, одним из которых явился постулат, что хеджер может выступать и в качестве продавца, и в качестве покупателя. Кроме того, Кейнс указал основную функцию срочного рынка — это функция достижения устойчивого финансового положения большинства его контрагентов.

Необходимо отметить, что существенное значение в понимании стабилизации рынка срочных инструментов внес Дж. Хикс. Вопросам функционирования рынка срочных инструментов он посвятил несколько глав в своей работе [94]. Согласно взглядам Хикса, рынок срочных инструментов служит главным образом для координации хозяйственных планов различных субъектов экономики. Например, Хикс отмечает, что в рамках частного предпринимательства ожидания и планы предпринимателей могут быть частично согласованы с помощью заблаговременно заключенных контрактов. Дж. Хикс отмечает объективную обусловленность необходимости возникновения данного рынка и акцентирует внимание на основной функциональной составляющей сегмента финансового рынка, т. е. срочного рынка — это функция страхования различных участников экономических отношений от резкого изменения возможной ценовой конъюнктуры. Он отмечает: «... обыкновенный бизнесмен заключает контракт на срок только в том случае, когда это означает возможность „хеджирования“, когда, иначе говоря, срочная сделка позволяет ему уменьшить риск, который несет ему его нынешнее положение. Это происходит лишь в тех случаях, когда он так или иначе связал себя обязательством совершить в данный день продажу или покупку, когда он уже предпринял некие действия, которые затруднят выполнение плана. Таким образом, в сфере производства всегда можно обнаружить достаточно жесткие условия для того, чтобы некоторые предприниматели обязательно хеджировали сбыт своей продукции...» [94, с. 257].

Участники рынка в определенной мере стараются снизить возможные риски при продаже или покупке определенных инструментов, что вполне логично и связано с тем, что, по мнению Дж. Хикса, условия изготовления продукции могут сформировать у предпринимателей большую свободу, чем при закупке ресурсов, которые так необходимы, чтобы начать новое производство или расширить уже существующее. Одновременно с этим Хикс отмечает, что подобное положение характерно для товарных рынков и не свойственно валютным рынкам. В то же время для всех рынков характерна долговременная тенденция к преобладанию страхующихся от потерь предпринимателей со стороны спроса или предложения [94, с. 259].

Дж. Хикс поддерживает концептуальные взгляды Кейнса: в условиях рыночного равновесия срочная цена должна быть несколько ниже, чем будущая спот-цена (бэкуордейшн). Например, цена нормальной скидки должна показывать, какую

сумму «хеджерам» следует передать «спекулянтам» за бремя риска, связанное с колебаниями цен¹.

Дж. Хикс подчеркивает экономическое значение величины нормальной скидki, определяя, что это и есть компенсация за формирование ситуации риска у спекулянтов, он поясняет, что в рамках любой сделки на рынке премия будет расцениваться всеми как измеритель издержек относительно согласования планов, который будет пониматься как стабилизирующий фактор. При этом благодаря заключению срочных сделок издержки по операциям на фондовом рынке могут выполнять роль одного из основных стабилизирующих активов.

Как было отмечено Хиксом, который частично разделяет концепцию Дж. М. Кейнса относительно применения контанго, подобная ситуация возможна лишь в том случае, если на рынке ожидается сильное повышение цен посредством расчета наличными средствами. По мнению А. Н. Буренина, в этом случае срочная цена выше спотовой, но в то же время она ниже, чем ожидаемая спотовая цена, как минимум не менее, чем премия за риск [95, с. 288].

Кроме того, Дж. Хикс видит в желании участников экономических отношений возможность избежать неопределенности своего экономического положения в будущем. Он обращает внимание на объективный фактор — ограниченность срочных сделок в рыночной экономике, связанную с неопределенностью будущего состояния системы, ее ценовых факторов.

В ходе исследования экономических особенностей нестабильности рынков Хикс раскрывает причины неравновесия рыночной экономики. По его мнению, причины неравновесия рыночной экономики кроются в следующем:

— ожидания изменения будущей цены, при которых интересы индивидов не согласуются между собой;

— ожидания возможного уровня цен на рынке, которые могут согласовываться между собой, но соответствие между их планами может не наблюдаться;

— ожидания изменения уровня цен, которые согласуются между собой не всегда в полном объеме, планы также могут согласовываться друг с другом, но физические лица-участники могут иногда достаточно часто предсказывать свои собственные возможные пожелания, а также неверно оценивать результаты процессов, протекающих в сфере производства;

— в случае, если подавляющее большинство желаний было бы определено, то в экономике наблюдалось бы нарушение равновесия, связанное с вышеуказанными диспропорциями.

Дж. Хикс отмечает, что даже при применении срочных контрактов нельзя избежать диспропорции. Это связано с поведением контрагентов, которые знают, что спрос и предложение на рынке могут оказаться совершенно не такими, как это

¹ Дж. М. Кейнс и Дж. Хикс были едины во мнении о необходимости присутствия спекулянтов на срочном рынке. В данный момент эта позиция представляется спорной, так как присутствие спекулянтов ведет к расшатыванию рыночного механизма и дестабилизации на финансовом рынке. Срочный рынок в этой связи из стабилизирующего фактора превращается в источник инфляционности всего рыночного механизма.

планировалось, и это повлечет нестабильность, так как они не смогут вычислить то количество продукции, которое необходимо произвести и поставить на рынок.

Однако подобная нестабильность характерна для неравновесия третьего вида, которое связано с экономической сущностью срочного рынка и обращающихся на нем инструментов. Данные инструменты по ценовым характеристикам зависят лишь от величины вероятностной составляющей. Это и является причиной изменения всей структуры ценообразования на рынке срочных финансовых инструментов (срочном рынке).

Представляются интересными и полезными современные воззрения на срочный рынок¹. Так, помимо разработки определенных ценовых формул на срочном рынке, Н. Калдор описывал положение, при котором ожидания участников рынка одинаковы. Например, общее соотношение цен на рынке в этом случае будет таким, что срочная цена должна быть несколько ниже спотовой. Тогда будет возможность применять модели хеджирования риска, для которого и предназначен рынок финансовых производных.

Таким образом, срочный рынок, или рынок срочных финансовых производных, является важным звеном в экономическом механизме финансового рынка, предназначенным для уменьшения риска и установления необходимого и приемлемого уровня ликвидности финансового рынка и отдельных его сегментов. В частности, рынок финансовых производных может быть рассмотрен как структура, состоящая из двух структурных элементов, — биржевой рынок и рынок внебиржевых инструментов. Обе составляющие рынка должны опираться не только на денежные потоки, проходящие через рынок, но и иметь более стабильный базис, который не подвержен спекулятивным рыночным тенденциям. Только при таком структурировании мы можем говорить о действительной функциональности рынка срочных финансовых производных.

¹ Современный этап изучения срочного рынка необходимо отсчитывать с 1960 г., когда были опубликованы первые работы Н. Калдора, ставшие фундаментом современной теории исследования срочного рынка [96, с. 178].

ГЛАВА 3. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ НЕСТАБИЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

3.1. Экономическое содержание понятия рынка финансовых производных

Прежде чем анализировать понятие рынка финансовых производных, или деривативного рынка, необходимо уточнить понятие базисного рынка, т. е. рынка, в рамках которого могут быть сгенерированы инструменты, имеющие прямое отношение к базисному активу. Экономическое содержание понятия «рынок срочных финансовых инструментов» можно рассматривать с двух точек зрения: во-первых, в рамках классической экономической науки при помощи анализа понятия «срочный рынок»; во-вторых, через структурирование срочного рынка и введение нового понятия «финансовый инструмент, обращающийся на срочном рынке».

По мнению А. Н. Буренина, срочный рынок можно представить в виде двух сегментов: спотового рынка и рынка производных [93, с. 13].

Срочный рынок является рынком срочных контрактов. В свою очередь, срочным контрактом называют соглашение контрагентов о будущей цене поставки базисного актива. Несмотря на внешнюю простоту приведенного определения, срочный рынок — это очень сложный и развитый сегмент, на котором обращается большое количество рыночных контрактов. Экономическое значение срочных сделок нельзя сводить только к осуществлению реальной поставки. В современной экономике срочные инструменты все больше приобретают функциональные особенности финансовых инструментов, для которых поставка самих товаров не имеет первостепенного значения. Например, сегментация срочного рынка в электроэнергетике показывает, что на рынке концентрируется 21,61% покупателей, 4,27% генеральных компаний и 76,05% финансовых игроков на (данные за февраль 2019 г. [97]). По этой же причине срочный рынок можно причислить к рынку производных финансовых инструментов.

Срочный рынок представляется довольно объемным и масштабным. Еще в 1994 г. общая стоимость рынка, рассчитанная исходя из номинала, составляла 12 трлн долл. США, что вдвое превышало американский ВВП [98]. Операции на срочном рынке проводятся в ведущих мировых центрах, прежде всего США. Американский рынок товарных фьючерсов представлен в основном Группой Чикагской товарной биржи (CME Group Inc.), которая охватывает площадки *Chicago Mercantile Exchange*, *Chicago Board of Trade*, *New York Mercantile Exchange* и является крупнейшей в мире [99, с. 24]. Сложившаяся диспропорция на рынке впоследствии может привести к еще большей рецессии.

Структура срочного рынка представлена не только биржами и внебиржевыми площадками, но и множеством различных клиринговых и финансовых организаций, которые также выполняют широкий спектр функций. Изначальной причиной активности этих организаций на срочном рынке служила его функциональная особенность, заключающаяся в том, что по замыслу создателей срочный рынок должен служить устойчивым механизмом страхования ценовых рисков в условиях неустойчивой экономической конъюнктуры. Эта особенность обусловила тот факт, что инструменты срочного рынка представляются высокодоходными объектами инвестирования свободных денежных средств, что обуславливает рост спекулятивной составляющей рынка.

Срочный рынок — молодой и динамично развивающийся рыночный элемент. Первые срочные сделки были заключены в 1751 г. на Нью-Йоркской продовольственной бирже. Зарождение и организация обращения на срочном рынке в России относится к периоду 1992–1993 гг., когда на Московской товарной бирже была с успехом открыта секция торговли фьючерсными контрактами.

В частности, структура операций торговли на срочном рынке предполагала выделение следующих сегментов: первичного и вторичного, биржевого и внебиржевого. В рамках функционирования биржевого рынка было произведено разделение торговых операций на вторичные и первичные. Подобная черта срочного рынка, по мнению А. Н. Буренина, очень важна: благодаря ей срочный рынок может мгновенно расширяться в объеме, а при наличии неблагоприятных факторов способен мгновенно сужаться [93, с. 15].

По виду торгуемых инструментов срочный рынок подразделяется на форвардный, фьючерсный, опционный и рынок свопов. На форвардном рынке выделяется рынок классических форвардных контрактов. Принципиальная особенность данного вида инструментов в том, что сделки заключаются при обеспечении поставки базисных активов и одновременном хеджировании позиций участников сделки.

По мнению М. В. Киселева, главным критерием различия срочных и несрочных инструментов является временной промежуток исполнения условий контракта: срочные контракты в противовес кассовым иначе можно было бы назвать долгосрочными [100, с. 26].

Участники экономических отношений заключают сделки, руководствуясь условиями немедленной поставки или поставки актива в будущем. Сделки, нацеленные на поставку в будущем, называются срочными. Предметом такой сделки могут быть самые различные активы: акции, облигации, векселя, банковские инструменты, инструменты валютного рынка, товарные запасы, а также срочный актив.

Определение рисков на перечисленных рынках имеет свои особенности. Как отмечает М. Нечаев, срочный рынок представляет собой мощный и гибкий инструментарий, который потенциально уязвим для столь же большого количества рисков [101, с. 20].

Таким образом, на площадке срочного рынка фактически можно объединить все финансовые инструменты, текущая и будущая цена которых характеризуется рядом особенностей. Первостепенное значение имеет проблема ценообразования производных финансовых активов. Практически все финансовые производные группируются в соответствии с двумя основными способами ценообразования. При первом способе цена любого производного актива определяется ожиданиями участников финансового рынка по поводу будущей цены спот базисного актива. Второй способ опирается на арбитражную теорию определения цены. Именно способ ценообразования является индикатором, связывающим все финансовые инструменты, обращающиеся на рынке финансовых производных.

Однако на деле истина скорее кроется в третьем варианте, а именно: процесс ценообразования на рынке финансовых производных устанавливается таким образом, что форвардная, фьючерсная, спотовая премия или премия опциона будет отличаться от ее теоретического значения на величину арбитражной операции.

Можно предположить, что, исходя из идентичности и определенности ценовых характеристик, все цены на финансовые активы финансовых производных характеризуются с единых позиций. Например, участники эффективно функционирующего финансового рынка очень быстро реагируют на любые отклонения цен на финансовые активы, и фактическая цена тоже достаточно быстро возвращается к своему теоретическому значению.

Следовательно, независимо от ожиданий инвесторов при наличии структуры рынка, позволяющей быстро заимствовать и сразу размещать заимствованные денежные средства, ценообразование практически всех финансовых производных будет происходить по одному принципу с учетом некоторых особенностей.

Одна из таких особенностей заключается в том, что структурно процесс формирования цен на финансовые активы любых производных базируется на использовании модели непрерывно начисляемого процента. Например, предположим, что процент начисляется несколько раз в год, например, n раз в течение календарного года. Тогда можно вывести формулу процента, которая фактически станет основой многих экономических процессов, происходящих с финансовыми производными.

В этом случае мы получим то, что r — непрерывно начисляемый процент, а r_i — эквивалент этого процента, начисляемый n раз в течение года. Тогда r рассчитывается по формуле:

$$r = n \ln \left(1 + \frac{r_i}{n} \right), \quad (7)$$

По формуле (7) можно приблизительно рассчитать процент, который выигрывает хеджер при использовании деривативов. В приложении 4 представлены результаты расчетов непрерывно начисляемого процента в отношении различных финансовых производных.

Однако приведенный базис — не единственное связующее звено на рынке производных. Одним из концептуальных элементов является риск потери ликвидности при операциях с существующими производными. В дальнейшем значение риска ликвидности в процессе проведения операции на рынке финансовых деривативов будет рассмотрено детально.

Становится очевидным, что деривативы должны использоваться для перенесения элементов риска и выступать элементом хеджирования. Как отмечает К. Роджерс, деривативы служат определенной мерой хеджирования [102, с. 21].

Кроме того, все без исключения деривативы, или деривативные контракты, предназначены для поддержания стабильности на рынке, поскольку предоставляют возможность управлять рисками, т. е. переносить их, разделять или определенным образом ограничивать.

По мнению М. Х. Темишева, деривативы, например, кредитные, предназначены для разделения кредитных рисков по типам обращаемых деривативов, в частности это биржевые и внебиржевые рынки. При этом в процессе исследования моделей кредитных рисков автор упоминает, что кредитный риск является многофакторной моделью, поэтому защиту от него обеспечивает также многофакторный инструмент, в нашем случае — дериватив [103, с. 24]. Данными факторами представляются структурные модели, модели сопряженных форм и коммерческие модели оценки кредитных рисков. Все описанные примеры инструментов можно охарактеризовать как элементы внутреннего содержания производных инструментов.

Следовательно, деривативы — это сложные многофункциональные финансовые инструменты, предназначенные для хеджирования будущего риска инвестора.

Приведенное определение финансовых деривативов может показаться однобоким, характеризующим лишь функциональную принадлежность деривативов. В действительности их внутреннее содержание и функции гораздо более разнообразны. Как отмечает Р. У. Колб, финансовые производные представляют собой финансовые инструменты, в основе которых лежат более простые финансовые инструменты, как правило, те, которые обращаются на наличном рынке, такие как акция или облигация [104, с. 9]. Более того, даже такой базис, как определенный товар, не всегда может считаться стабильным инструментом. Инструменты, которые, казалось бы, составляют базу выпуска финансовых производных, иногда можно с легкостью разрушить: типичный пример такого разрушения — финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. [105]. В процессе циклического движения мировой экономики рынки производных финансовых инструментов преобразуются и модифицируются, немалое влияние на них оказывают протекающие в экономике процессы.

Сами финансовые производные и рынки, на которых они обращаются, выполняют более сложные задачи, чем простые биржевые площадки. Например, основной функциональной особенностью, поддерживающей равновесие цен на ос-

новые активы, которые представляются базисом для финансовых производных, являются финансовые инструменты или иные активы товарного рынка, предполагающие практически гарантированную доходность.

Опыт последнего столетия продемонстрировал миру, что рынки производных финансовых инструментов функционируют самостоятельно. Это означает, что они обладают значительной «инфекционностью» при зарождении очередного экономического кризиса. Например, через год после завершения последнего глобального кризиса наблюдалось его остаточное влияние на финансовые рынки, несмотря на стабилизирующую роль деривативов [106]. В то же время производные финансовые инструменты в экономике функционируют преимущественно рационально и стараются эффективно хеджировать возникающие риски в процессе арбитража и спекулятивных операций. Это наблюдается как на мировом рынке, так и на рынках Российской Федерации, причем на мировом рынке данные процессы гораздо более распространены [107].

Как говорил Дж. Хикс, производные инструменты (деривативы) — это инструменты рынка, основывающиеся на современных деньгах, ценных бумагах и контрактах и рыночных механизмах; целенаправленно сконструированы в ценах, ставках и курсах реальных активов во времени и пространстве, минуя операции с самими активами [94, с. 32].

Таким образом, рынок срочных финансовых инструментов — это совокупность финансовых производных, на которых обращаются соответствующие активы, в базисе которых заложены структуры непрерывной ставки процента и цель функционирования которых — сохранение стабильного положения на финансовом рынке и поддержание ликвидности его элементных составляющих.

Рынок производных финансовых инструментов с определенными допущениями можно назвать срочным рынком, поскольку срочным характером обладают обращающиеся на нем финансовые инструменты.

Фьючерсный контракт — один из наиболее распространенных типов финансовых производных. По экономическому значению он представляет собой соглашение между двумя сторонами о будущей поставке предмета контракта, данная сделка заключается в процессе биржевой торговли. Кроме того, фьючерсные сделки служат основой для торговли на рынке деривативов, в особенности если это биржевой рынок [108]. Фьючерсный контракт — это относительно «твердая» сделка, т. е. обязательство, всегда необходимое к исполнению. Предметом фьючерсного контракта выступают самые разнообразные активы: товары, акции, облигации, валютные активы¹. Экономическая сущность фьючерсных контрактов заключается в том, что субъект, который продает форвардный контракт, открывает короткую позицию, а оператор, который покупает данную позицию, должен открыть длинную позицию, что будет свидетельствовать о его намерении купить контракт.

¹ Ранее уже было отмечено, что предметом операций на срочном рынке, в частности в качестве базового актива, может быть практически любой товар, не выведенный из гражданского оборота.

Фьючерсный контракт заключается, как правило, для продажи товара, при этом заключение фактически параллельной сделки придает дополнительную защиту реальной сделке.

Цена фьючерсного контракта будет предположительно равна приведенной стоимости разности между текущей фьючерсной ценой и первоначальной ценой поставки. При нарушении этого условия возникнет возможность совершения арбитражной сделки, но это частный случай, не влияющий на типизацию срочных финансовых инструментов.

Например, фьючерсный контракт приравнивается к приведенной стоимости разности между текущей и форвардной ценой. При нарушении этого условия практически всегда возникает возможность совершить арбитражную операцию, которая будет причислена к спекулятивным играм. Данное утверждение выводится из следующего. Предположим, мы обладаем портфелями C и D . В портфель C включен один длиннопериодный фьючерсный контракт, который состоит из цены контракта f и суммы денежных средств, равной приведенной стоимости цены продажи акции, т. е. ее можно записать в виде Ke^t , где K — цена поставки.

Если будет выплачиваться дивиденд, то сумма денег, инвестируемая в форвардный контракт Ke^t , которая инвестируется на период T под процент r , и сумма денег, равная De^t , которая также инвестируется под процент r на период t ($t \leq T$), представляющий собой момент выплаты дивиденда на акцию, будет крайне нестабильной. В портфель D может входить одна акция. Так, за прошедший период в портфель C будет входить только акция и сумма денег, равная дивиденду. Но за этот период Ke^t мгновенно превратится в K и даже при самых лучших обстоятельствах будет полностью потрачена на приобретение акций, а сумма De^t станет равна самому дивиденду.

Наш прогнозный портфель D будет полностью состоять из акций и выплаченного на них дивиденда Div . Если это так, то стоимости обоих портфелей будут равны для исключения спекулятивной арбитражной операции.

В этом случае цена контракта может быть нивелирована и преобразована до цены поставки:

$$S = Ke^t + De^t + f. \quad (8)$$

После операций с формулой (8) получаем базовую формулу для фьючерсного контракта¹:

$$S = Ke^t + De^t + f/f + 1. \quad (9)$$

Приведем пример расчета различных значений доходности для фьючерсных контрактов в зависимости от степени стабильности базового финансового актива. Ценовые пределы заключения фьючерсных контрактов на металлы на бирже NYSE в январе — мае 2019 г., долл. США выглядят следующим образом:

¹ Фьючерсный контракт крайне нестабилен, поскольку фьючерсная цена и ставка дивиденда могут разнонаправленно меняться. Это представляется одним из видов типизации срочных финансовых инструментов.

Цена поставки актива Ke^t	Приведенная стоимость дивиденда, De^t	Фьючерсная цена, $f+1$	Цена контракта, f
1 467	150,11	1 617,11	31,64
1 384	163,80	1 547,80	32,76
1 207	178,40	1 385,40	38,54
1 385	154,92	1 539,92	25,05
1 240	163,70	1 403,70	27,62
1 380	185,90	1 565,90	26,41
1 630	127,63	1 757,63	39,72

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); BNP Paribas Fortis. URL: <https://www.bnpparibasfortis.be/> (дата обращения: 13.07.2021).

Цена фьючерсного контракта может возрастать в зависимости от отношения приведенной стоимости к фьючерсной цене. В этом случае фьючерсная цена может играть двойственную роль и быть «пограничным» элементом, зависящим от различных критериев. Цена фьючерсных контрактов напрямую зависит от изменения конъюнктуры на базовый финансовый актив, что представляется очень важным дестабилизирующим фактором.

Подобным образом можно рассматривать и фьючерсный контракт на валюту или любой другой инструмент рынка финансовых деривативов. Как и в случае с контрактным обязательством на акцию, нам известна лишь непрерывно начисляемая ставка дивиденда. В случае с валютой мы принимаем ставку без риска, которая существует в стране данной валюты. Такое утверждение основывается на том обстоятельстве, что вкладчик может получить по ней доход, инвестировав свои средства в валюту без риска.

Для определения фьючерсной ставки используем формулу (10):

$$F = Se^{(r-f)T}, \quad (10)$$

где S — спот-цена единицы иностранной валюты, выраженная в национальной валюте; r и r_f — непрерывно начисляемые ставки без риска, соответственно, для национальной и иностранной валюты и/или для стоимости актива в национальной или иностранной валюте; T — временной интервал.

Таким образом, цена фьючерсного контракта для инструментов срочного рынка будет рассчитываться по формуле:

$$f = Se^{rT} - Ke^{rt} \quad (11)$$

Исходя из формулы (11) мы можем доказать, что, купив иностранную валюту или иной актив на сумму S национальной валюты в настоящее время, в течение последующего отрезка времени T инвестор будет иметь возможность получить процент, равный r . Чтобы данная формула работала, необходимо, чтобы отрезок времени T был стабилен, в противном случае это приведет к нестабильному изменению всей ценовой модели, и данная конструкция станет бессмысленной (табл. 5).

Таблица 5

Динамика поведения фьючерсных контрактов на срочном рынке России (2017–2019 гг.)

Финансовый рынок	Инструмент, f , руб.	2017					2018					2019				
		r_i , %	r_i^o , %	t_i , мес.	λ_i , %	f_i , руб.	r_i , %	r_i^o , %	t_i , мес.	λ_i , %	f_i , руб.	r_i , %	r_i^o , %	t_i , мес.	λ_i , %	f_i , руб.
Валютный рынок	Фьючерсный контракт на курс доллар США — российский рубль	32,733	15,87	7,86	1	9,75	36,617	10,36	4,65	1	14,7	30,85	19,81	8,74	1	13,67
	Фьючерсный контракт на курс евро — российский рубль — евро	44,537	17,34	8,72	1	14,07	49,493	16,63	7,53	1	16,64	65,394	16,78	7,65	1	16,86
	Фьючерсный контракт на курс евро к доллару США	1,3329	12,64	8,59	1	7,53	1,2405	17,53	5,43	1	17,42	1,1463	17,64	8,94	1	15,73
Ссудный рынок	Фьючерсный контракт на ставку трехмесячного кредита <i>Mos Prime MOPR-6.14</i>	1,94	5,18	2,61	1	15,75	3,25	8,64	4,53	1	17,6	4,66	6,73	2,61	1	19,49
	Фьючерсный контракт на ставку однодневного кредита RUONIA	6,00	7,85	2,74	0,1	9,63	8,09	9,64	5,52	0,1	16,84	13,5	8,95	4,73	0,1	21,84
	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции ПАО ГМК «Норильский никель»	47845,56	8,75	4,31	1	9,53	78539,42	6,73	3,94	1	9,64	98894,68	9,83	4,37	1	13,79
Фондовый рынок	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции ПАО «Газпром»	13980,74	8,53	4,61	1	8,73	14740,64	7,94	4,85	1	9,12	14890,71	10,64	5,43	1	12,94
	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции <i>Deutsche Bank AG</i>	34,765	7,85	4,61	1	9,63	24,135	8,62	3,42	1	10,85	32,643	10,15	4,82	1	14,85
	Фьючерсный контракт на обыкновенные акции ПАО «Ростелеком»	10579,67	8,98	5,78	1	7,94	9890,78	6,73	4,37	1	7,30	8967,90	6,40	3,73	1	7,16
	Фьючерсный контракт на «четырёхлетние» облигации федерального займа	9850,67	6,74	3,84	1	7,95	10105,67	7,83	3,62	1	9,89	9890,29	5,72	2,89	1	8,63
	Фьючерсный контракт на «пятнадцатилетние» облигации федерального займа	10980,56	7,89	4,95	1	10,34	9764,82	8,94	4,97	1	13,67	10680,93	8,21	3,93	1	13,95
Фьючерсный контракт на еврооблигации Российской Федерации	—	—	—	—	—	110,49	6,89	8,41	1	7,84	112,48	7,59	4,38	1	8,64	

Окончание табл. 5

Финансовый рынок	Инструмент, f , руб.	2017						2018						2019					
		r_s , %	r_f , %	t_s , мес.	λ_s , %	f_s , руб.	r_s , %	r_f , %	t_s , мес.	λ_s , %	f_s , руб.	r_s , %	r_f , %	t_s , мес.	λ_s , %	f_s , руб.			
Рынок тезавраций	Фьючерсный контракт на аффинированное золото в слитках	1705,56	6,78	3,42	1	13,65	1305,75	7,84	4,72	1	5,90	1100,94	8,54	6,93	1	11,85			
	Фьючерсный контракт на аффинированный палладий в слитках	730,64	7,64	4,52	1	12,71	818,49	79,53	5,82	1	6,73	620,67	10,63	4,78	1	5,78			
	Фьючерсный контракт на аффинированную платину в слитках	1483,71	7,43	5,69	1	9,67	1316,78	6,56	4,72	1	8,63	970,64	8,41	4,63	1	8,72			

Примечание. Рассчитано автором по материалам: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/ru/derivatives/select.aspx> (дата обращения: 13.07.2021). Таблица содержит информацию по инструментам срочного рынка и базисным активам, к которым представляются инструменты валютного, денежного, фондового, ссудного рынков и рынка тезавраций. По ссудному рынку все данные приводятся в процентных ставках. По рынку тезавраций показаны исследования только драгоценных металлов (слитки из аффинированного материала).

В табличной форме на с. 95 прослеживается поведение инструментов срочного рынка с базисными активами основных сегментов финансового рынка. На протяжении одного месяца исследовались различные инструменты срочного рынка, за исключением однодневной ставки RUONIA по межбанковским кредитам. В целом за три года отмечается расширение объема рынка: ежегодный прирост по рассматриваемым операциям составил 18%. При этом на валютном рынке прирост за 2017 г. составил 47%, а в первой половине 2018 г. — около 19%. Одновременно с увеличением объема наблюдается повышение рыночного риска: общий прирост риска за 2014–2019 гг. составил 56% по всему российскому финансовому рынку. Из приведенных данных можно сделать промежуточный вывод: современный российский финансовый рынок практически полностью копирует ситуацию 1998 г., когда «перегрев» был сопряжен со стабилизацией на валютном рынке и последующим спадом практически на всех сегментах финансового рынка.

Иные финансовые инструменты — маржинальные фьючерсные контракты, свопы и опционы и т. д. — ведут себя идентично. Изменения в динамике опционов детально описаны С. Израилевичем и В. Цудикманом [109].

В результате анализа рынка срочных финансовых инструментов мы пришли к выводу, что базис современных финансовых производных основывается только на ценовых ожиданиях в будущем. Для всего финансового рынка это отрицательный фактор, который приводит к «инфекционности» и росту спекуляций, что проявляется в повышенной рискованности операций с финансовыми инструментами. Всё перечисленное обуславливает необходимость применения инструментов с меньшим риском, которые послужат источником стабильности в текущей ситуации [110].

3.2. Принципы структурирования рынка финансовых производных

Основным принципом структурирования рынка срочных финансовых инструментов должен стать определенный связующий элемент в экономике в общем и на финансовых рынках в частности.

В современной рыночной экономике постоянно наблюдаются изменения цен на различные товары. Иногда эти изменения обусловлены не законами спроса и предложения, которые играют лишь опосредованную роль. Рост цен может быть связан со всевозможными спекуляциями и подобными финансовыми технологиями, одна из которых рассмотрена ниже.

Данный факт приводит к необходимости следующих действий:

- прогнозирование будущей ситуации;
- страхование при осуществлении операций.

Прогнозирование и последующее страхование приводят к структурированию рынка срочных финансовых инструментов по их степени хеджирования.

Прежде чем определиться с термином «принцип структурирования рынка финансовых производных», необходимо дать определение понятию «принцип структурирования».

Принципом (от лат. *principium* — начало, основа) называют основное исходное положение, теории, учения, науки, мировоззрения, особенности устройства [111, с. 588]. Структурирование — это упорядочивание какой-либо последовательности с совокупностью устойчивых связей объекта, обеспечивающих целостность и тождественность самому себе, т. е. сохранение основных свойств при различных внешних и внутренних изменениях [112, с. 598].

По мнению В. Г. Золотогорова, структурирование предполагает взаиморасположение и связь составных частей чего-либо, различных видов подобных экономических систем [113, с. 538].

Структура любого рынка — это специфические черты рынка, к которым относятся: число и размеры действующих в нем фирм, доступность рыночной информации, степень сходства либо различия товаров различных предприятий, условия вхождения в отрасль [114, с. 643].

Таким образом, любой рынок, в том числе рынок финансовых производных, можно представить как некую структуру — матрицу взаимозависимых элементов. Связь между этими элементами (структурными производными рынка) осуществляется в процессе реализации их основных функций. Основное функциональное предназначение элементов рынка финансовых производных — минимизация риска в операциях с финансовыми инструментами. Степень минимизации риска достаточно просто измеряется при помощи операций хеджирования. Следовательно, при рассмотрении принципов структурирования рынка финансовых производных можно в качестве базиса использовать хеджирование рисков рассматриваемыми финансовыми инструментами.

В процессе выполнения функции хеджирования инструменты рынка финансовых производных должны показывать не просто какие-либо факторы рыночной классификации, как это исследуется на товарных рынках [115, с. 29]. По-видимому, принципы структурирования рынка финансовых производных следует рассматривать как логически обоснованные закономерности рынка финансовых производных, основанные на одном или нескольких базисных факторах рынка [116, с. 561]. Однако в данном случае есть необходимость показать взаимосвязь и взаимозависимость риска на рынке и степени его диверсификации посредством отдельных инструментов рынка финансовых производных. В итоге должен получиться результат, влияющий на стабильность всей рыночной системы финансового рынка.

Функции хеджирования служат своеобразной лакмусовой бумажкой для определения степени хеджирования. По мнению А. С. Шапкина и В. А. Шапкина [70], хеджирование — одна из специфических форм страхования имущественных интересов.

Хеджирование — это система мер, позволяющих исключить или ограничить риск любых финансовых операций в результате неблагоприятных изменений курса валют, цен на товары, процентных ставок и т. п. в будущем [70, с. 305]. В общем хеджирование следует рассматривать как процесс уменьшения риска вероятных потерь. В процессе хеджирования экономический субъект может вести прямо противоположную политику, т. е. совершать действия, совершенно не направленные на снижение или минимизацию рискованных ситуаций. В этом случае под видом хеджирования скрывается противоположный процесс — спекулирование [117, с. 24]. Несмотря на то, что данные процессы проявляются на современном финансовом рынке, методология диверсификации рисков предлагает ряд инструментов, которые могут быть рассмотрены как принципы структурирования рынка финансовых производных, один из которых — хеджирование.

Полное отсутствие хеджирования или использование инструментов хеджирования в спекулятивных операциях может привести к прямо противоположному результату, что подтверждает правильность выбора базисного принципа структурирования срочного рынка. В настоящее время практически единственным действующим структурным сегментом разделения рисков на финансовом рынке, подлежащих хеджированию, является структура финансовых производных [118]. Однако если взглянуть на проблему с другой стороны, то мы увидим рискованность не хеджирования, а его инструментов.

Следовательно, хеджирование всех рисков, возникающих на финансовых рынках, представляется не просто способом их избегания, а скорее возможностью структурировать риски на финансовом рынке, а также упорядочить инструменты, предназначенные для минимизации рискованных ситуаций.

Как отмечают исследователи, хеджирование рисков — это единственный способ избежать их полностью или частично. Однако главным недостатком концепции хеджирования представляются большие суммарные затраты на комиссионные выплаты брокерам.

Таким образом, всякий раз, когда на финансовом рынке две стороны принимают решение в будущем обменяться каким-либо активом по заранее оговоренной цене, речь может идти о хеджировании операции по передаче товара. В этой ситуации вопрос стоит о заключении фьючерсного контракта как инструмента хеджирования будущей сделки. (Определение и структурированная классификация инструментов рынка финансовых производных будут подробно рассмотрены ниже. В данном случае фьючерсный контракт необходимо рассматривать как необходимый элемент хеджирования рисков и важный элемент структуры рынка.) Типизация структуры рынка предусматривает обязательное наличие фьючерсных соглашений, так как в настоящее время это наименее рискованный инструмент рынка финансовых производных [119].

Как уже отмечалось, форвардный контракт — это обязательная для исполнения («твердая») сделка. Форвардный контракт, несмотря на то, что его предметом могут выступать самые разные товары, не требует от контрагентов какого-либо

подтверждения намерения заключить подобный договор. В этом также кроется причина нестабильности на финансовых рынках, это явление неоднократно обсуждалось в экономической прессе и способствовало развитию всемирного финансового и экономического кризиса 2008–2009 гг. В этом отношении наиболее тяжелые последствия данного кризиса наблюдались именно на финансовом рынке США [120].

Фьючерсный контракт — это сделка, контрагенты которой застрахованы от неисполнения какой-либо из сторон ее условий, современная экономическая структура фьючерсных контрактов предполагает свободный отказ любой из сторон от его исполнения. Это означает, что фьючерсные контракты необходимо обеспечивать бóльшим объемом инструментов хеджирования, что при существующей структуре финансового рынка практически невозможно.

Кроме того, масса фьючерсных контрактов заключается за пределами биржевых площадок, что делает их причиной «инфекционности» для финансового рынка.

Например, в момент заключения фьючерсного контракта стороны согласовывают цену сделки, которая будет исполнена. В обычном обороте эта цена именуется ценой поставки. По определению она должна оставаться неизменной в течение всего срока фьючерсного контракта, но в реальности могут возникнуть ситуации, когда заключается новый форвардный контракт с данным базисным активом. Специфика новых отношений заключается в том, что имеется тот же базисный актив, но остальные условия контракта полностью изменились. Казалось бы, ничего страшного не произошло, но если взглянуть в глубину экономических отношений, то получается, что с целью будущей стабильности заключен контракт, который не обеспечивает основные гарантии, столь нужные рынку:

1) гарантия того, что контракт будет исполнен в надлежащей форме и в изначально оговоренный срок;

2) контрагенты нуждаются в стабильном положении на рынке, поэтому даже в случае неисполнения контракта они должны быть уверены, что потраченные денежные средства будут возвращены в виде какого-либо возмещения или иного эквивалента. В схеме, применяемой сейчас на финансовом рынке, этого не происходит. Скорее наоборот, финансовый рынок с завидным постоянством показывает нам угрожающие перспективы неуправляемого роста срочного рынка¹. В росте срочного рынка ничего предосудительного, конечно, нет, но проблема заключается в том, что при существующей структуре рынка все большая и большая капитализация рынка финансовых производных может привести к повторению ситуации 2008–2009 гг.

Однако структурирование рынка финансовых производных сопровождается развитием и других типов и видов инструментов. Одним из основных представляется типизация *фьючерсных контрактов*. Так, фьючерс, торговля которым может

¹ В п. 2.2 отмечалось, что одной из особенностей форвардной и фьючерсной цены является непрерывно начисляемый процент, приводящий к постоянной капитализации срочных контрактов.

производиться только на определенных типах биржевых площадок. Условия торговли фьючерсными контрактами более стандартизированы, но это не добавляет в их содержание составляющей стабильности.

Одним из принципов структурирования данных контрактных схем будет взаимосвязь с нестабильностью не столько конструкции, сколько базисного элемента. Эта особенность неоднократно анализировалась в экономической литературе [121]. Фьючерсные контракты предполагают некую стандартизованность условий. Для биржевой торговли это вполне приемлемые условия, но подобное, несомненно, добавляет рискованности в операциях с активами, которые сами должны стать гарантом стабильности [122].

Кроме того, стандартизация любых условий при операциях с инструментами в экономике (как с макроэкономической, так и микроэкономической позиции) всегда должна увеличивать стабильность всего рынка [2, с. 232]. Как форвардный, так и фьючерсный контракты добавляют всему рынку именно стабильность, по крайней мере, это их прямое предназначение, и данный факт следует рассматривать с точки зрения особенностей типизации рынка финансовых производных. Так, форвардный контракт должен позволять снизить риск, с которым сталкиваются и покупатель, и продавец. Хотя в последние 15–20 лет присутствие форвардных и фьючерсных конструкций на финансовых рынках, скорее, не добавляет стабильности, а наоборот, делает всю конструкцию сделки неустойчивой. В этой связи современные финансовые производные в их теперешнем состоянии никак нельзя рассматривать в качестве источника стабилизации, но одним из принципов структурирования они все же будут.

Более того, способы хеджирования никоим образом не замыкаются на фьючерсных контрактах. Например, на финансовом рынке достаточно сильны колебания валютного курса, хеджирование которого также входит в сферу применения финансовых производных. Например, еще в период действия Бреттон-Вудской системы на валютном рынке наблюдались циклические колебания (спады и подъемы) курсов ведущих мировых валют [123, с. 173].

Неохваченными остались еще некоторые инструменты рынка финансовых производных, которые также имеют большое значение при хеджировании рисков и способны влиять на стабильность финансового рынка. Так, своп — это еще один тип срочной сделки, способствующий хеджированию рисков.

Экономически своп представляет собой обязательство, согласно которому стороны обмениваются между собой последовательными платежами через определенный интервал времени — вся операция происходит в заданный период. Выплаты по своп-контракту базируются на оговоренной между сторонами твердой сумме контракта. В рамках своп-контракта можно обмениваться чем угодно: в современном хозяйственном обороте своп-операции связаны с обменом доходами от операций с товарами, валютой, ценными бумагами. В настоящее время операции своп имеют наибольшую волатильность на рынке финансовых производных.

Экономическое значение рынка финансовых производных необходимо рассматривать через принципы структурирования данного рынка, поскольку они заложили основу истинного значения финансовых производных. Однако прежде чем исследовать необходимый предмет, стоит обратиться к термину «экономическое значение». Экономическое значение любого инструмента или процесса в экономике напрямую связано с его влиянием на различные экономические системы, функционирующие в экономике [116, с. 675]. В последнее время экономисты выносят на суд обществу вопрос об определении и роли производных финансовых инструментов в современной экономической системе. Не секрет, что дерегулированность и бесконтрольность на данном рынке и стали причиной столь масштабных последствий кризиса для мировой экономики в 2008–2009 гг. Более того, тенденции в мировой экономике в последние годы подталкивают именно к такому выводу [124].

В рамках мирового финансового рынка производный финансовый инструмент (дериватив) можно представить в виде страховки определенного вида, т. е. данные инструменты имеют двойственный характер, двойное значение.

Например, по мнению О. А. Гришиной и Е. А. Звоновой, дериватив — это инструмент, представляющий участнику рынка возможность ликвидировать имеющееся у него контрактное обязательство перед другим участником путем выплаты или получения денежной разницы между данными и противоположным ему обязательством, не нарушая при этом условий контракта [45, с. 79]. Указанные авторы предполагают, что финансовый характер такого инструмента вытекает из неравенства этих обязательств, т. е. из перераспределительного характера отношений между сторонами деривативного контракта [45, с. 83].

Однако В. А. Галанов отмечает, что на финансовом рынке производный характер определенных инструментов определяет сам рынок, исходя из структуры и функций рассматриваемых инструментов. Производные инструменты образованы исходя из функций и предназначения базового актива, основного контракта [125, с. 94].

Кроме того, по мнению А. А. Суэтина, на современном этапе развития финансовых рынков производный характер финансовых инструментов может быть связан со структурными изменениями в регулировании рыночных механизмов [126], например, с появлением новых финансовых инструментов, которые призваны регулировать механизмы стабилизации на рынке.

Однако с позиции автора производные финансовые инструменты следует рассматривать как инструмент, служащий связующим контрактным обязательством между сторонами и заключенный с целью исполнения в будущем основного обязательства. При этом финансовая производная параллельно с основной своей функцией в экономике выполняет ряд дополнительных функций, но наиболее важной в экономике представляется функция хеджирования.

Если рассмотреть детально модель общего ценообразования дериватива, то можно сделать ряд важных выводов. Как отмечалось ранее, ценообразование практически любого дериватива можно разделить на два основных сегмента:

1) цена подобного актива может определяться ожиданиями участников рынка относительно будущей цены, ее изменения, спот-цены базисного актива. Данный процесс может быть связан в какой-то степени с глобализационными тенденциями и трендами в экономике и политике, с фактическим объединением финансового рынка в единую торговую площадку, где превалирует влияние спроса и предложения. Например, на европейских рынках такая тенденция была заметна еще в середине 1990-х гг. [127, с. 15];

2) цена практически на любой финансовый актив формируется под преобладающим влиянием арбитражной теории, т.е. спрос на любой финансовый актив связан с его будущей ликвидностью и дальнейшей возможностью его реализации в самый короткий срок. Еще М. Фридман отмечал, что для капиталистических рынков вполне характерно возникновение спроса на какой-либо актив при обязательном наличии последующей возможности реализации данного актива, т.е. обязательной ликвидности [128, с. 58].

На самом деле обе приведенные теории встречаются на рынке в первоначальном виде. Так, финансовый рынок, генерируя ожидания участников, стимулирует их к приобретению финансовых активов, которые должны обладать определенной ликвидностью. Рассмотрим, например, активы фондового рынка. По мнению участников фондового рынка, в процессе инвестирования рынок должен постоянно расти, показывая значения все большей капитализации. Эту особенность отмечал М. Фридман в своей монографии.

Однако такая иллюзия приводит к катастрофическим последствиям для всего финансового рынка [129, с. 47]. Существует обоснованная теория, согласно которой международный финансовый рынок — это не единая гомогенная структура, а скорее межнациональная многоуровневая финансово-экономическая совокупность сегментов, состоящая из взаимосвязанных и взаимопроникающих элементов. Кроме того, между различными сегментами финансового рынка невозможно четко и однозначно провести границы, так как они представляются очень размытыми, поэтому ни теоретически, ни и практически их невозможно четко определить. В этом отношении исключением будет и рынок финансовых производных, однако инструменты, обращающиеся на иных сегментах финансового рынка, невозможно «жестко» ограничить в своем перемещении. Более того, рынок финансовых производных, исходя из своей специфики, представляется связующим звеном между другими сегментами финансового рынка. Исключение в этой выборке можно сделать только в отношении рынка тезавраций, инструменты которого, как и инструменты рынка финансовых производных, обладают самовозрастающей стоимостью.

Само понимание такого инструмента представляет собой способность его хеджировать (страховать) инвестиционный риск при возможном изменении цены такого актива. Например, инструменты рынка тезавраций (золото, драгоценные камни) практически во все времена используются инвесторами как «тихая гавань», что особенно проявляется в периоды кризисов и рецессий. Подобное свой-

ство наблюдается и на рынке финансовых производных, так как одно из основных свойств финансовых производных — это функция именно секьюритизации и хеджирования инвестиционных активов.

По мнению автора, производные финансовые инструменты создаются на фондовом, валютном, ссудном, страховом рынках и объединяют в единое целое все сегменты финансового рынка. Финансовые производные и созданный с их помощью деривативный капитал объединяют в единое целое практически все инструменты финансового рынка. Это подтверждает теорию о том, что практически все сектора финансового рынка связаны между собой и имеют определенную зависимость.

Итак, рынок финансовых производных — это специфически организованный комплекс всевозможных рыночных механизмов, в основе функционирования которого стоят законы спроса и предложения и объектом на котором является экономический интерес субъектов по хеджированию рисков или получению дополнительной прибыли.

Рынок финансовых производных можно разделить на две составляющие: биржевой и внебиржевой рынок. В настоящее время российского рынка финансовых деривативов практически нет, операции на данном рынке производят только единичные экономические субъекты. В связи с этой особенностью современного этапа развития российского рынка финансовых производных следует рассмотреть данный рынок в мировом масштабе. При этом необходимо понимать, что существуют и определенные положительные моменты нынешнего состояния российского рынка финансовых деривативов. Одно из таких положительных обстоятельств — его возможный иной путь развития, чем путь, пройденный международным финансовым рынком.

Мировой рынок финансовых производных — это всеобъемлющий рыночный механизм, который на основе глобализационных тенденций, влияния спроса и предложения на финансовом рынке обслуживает систему операций с деривативными инструментами с целью получения прибыли. Хотя деривативы и призваны изначально обеспечивать секьюритизацию операций на финансовых и товарных рынках, в настоящее время они используются экономическими агентами для спекулятивных операций и получения дополнительной прибыли. Это, к сожалению, не приводит к стабильности на финансовом рынке, а скорее наоборот, ведет к его еще большей нестабильности и «инфекционности», развитию финансовых кризисов.

Кроме того, экономическое значение производных финансовых инструментов приводит нас к мысли, что это продукт деятельности финансовых посредников, которые, учитывая ситуацию на рынке, законы спроса и предложения, руководствуясь существующими финансовыми механизмами по хеджированию рисков, создают инструменты с более приемлемыми и удобными потребительскими характеристиками для удовлетворения потребностей рынка. При этом базисный актив не обладает теми характеристиками и преимуществами, которыми обладает производный инструмент. Например, такими привлекательными характери-

ками являются более удобные условия и сроки выплат дохода по финансовым обязательствам, вопросы снижения транзакционных и иных агентских издержек, других весомых условий контракта. Например, потребность в подобных инструментах в настоящее время продиктована, в том числе, нестабильностью на некоторых страновых финансовых рынках [130]. В частности, это ощущается и на растущих рынках, примером может послужить рынок Китая.

Кроме того, для мирового рынка деривативов — финансовых производных — мы можем определить несколько характерных особенностей. Эти особенности мы можем напрямую связать с тем положением, которое данный рынок занимает в структуре финансовых рынков. Как отмечали С. Фишер, Р. Дорнбуш и Р. Шмалензи в работе «Экономика», принадлежность любого рыночного механизма необходимо рассматривать через призму его функциональных особенностей. Это позволит раскрыть как его предназначение, так и функцию полезности любого рыночного механизма [96, с. 377]. Любое экономическое явление, его воздействие и местоположение в общей системе мирохозяйственных связей можно рассматривать только через призму функциональных особенностей, что мы можем заключить из многих работ К. Маркса [131]. Функциональная предопределенность любого экономического явления играет очень важную роль не только для финансового рынка, но и для экономического развития целого государства. Например, как отмечает С. Роузфилд, большинство создателей рассматривают экономику как область технических наук, в которой план и рынок являются взаимозаменяемыми, а на самом деле их интересует возможность выявить мотивационные, механические и институциональные силы, определяющие всю совокупность экономических результатов. При этом глубина экономических результатов напрямую зависит от функциональных особенностей экономических институтов [23, с. 36].

В данном аспекте необходимо определиться с понятием функции в науке и экономике в целом.

Функция представляется внешним проявлением свойств какого-либо объекта в данной системе отношений [132, с. 133]. Таким образом, методику и значение понятия «рынок финансовых производных» необходимо рассматривать с позиции функциональной принадлежности подобной рыночной структуры. Кроме того, в этом случае имеется в виду функциональная особенность, присущая данному рынку не только в связи с его предназначением, но и в связи с тем характером взаимоотношений, которые определяются рынком.

Одной из определяющих функциональных особенностей рынка финансовых производных можно считать общую функцию развития и разрастания фиктивного капитала. Особенность фиктивного капитала обусловлена тем, что он не обращается непосредственно в процессе производства; в то же время этот капитал нельзя отнести к другим особым видам капитала, например, ссудному. Финансовые инструменты, носящие название производных, одновременно и создают фиктивный капитал, и обеспечивают его постоянное движение. Источниками фиктивного капитала могут быть самые разнообразные субъекты и рынки, но наибольшее зна-

чение в такой аккумуляции имеет рынок производных финансовых инструментов. Следствием сверхаккумуляции фиктивного капитала может быть и возникновение финансовых кризисов [133]. Самовозрастающая роль финансовых кризисов напрямую связана с возникновением большого количества фиктивного капитала, что в немалой степени влияет и на возникновение кризисных явлений [30, с. 104].

Иной, но не менее важной функциональной особенностью рынка финансовых производных и его места в рыночной системе представляется система управления финансовыми рисками. Современное представление об управлении рискованной составляющей инвестиций предполагает управление финансовыми рисками. Современная экономическая теория предполагает создание системы регулирования финансовых рисков, которые могут быть аккумулированы при помощи инструментария фиктивного капитала, который генерируется на рынке финансовых производных. Кроме того, подобная система просто необходима при современном состоянии финансовых рынков, что подтверждает последняя информация о неблагоприятных рисках на валютном рынке — это связано с возможным выходом некоторых стран из зоны евро [134]. Именно защита рисков базисных активов, заложенная в основу создания и функционирования деривативного капитала, предопределила повышение риска при их обращении. В настоящее время для предотвращения этого риска государствами создаются механизмы контроля участников рынка финансовых деривативов, но этого не всегда бывает достаточно, так как генерирующая и хаотичная функциональная особенность финансового рынка зачастую может быть не подконтрольна тем механизмам хеджирования, которые существуют на сегодняшний день. Следовательно, свою первостепенную функциональную особенность по стабилизации на рынке финансовые производные выполняют не полностью.

Важной особенностью рынка финансовых производных представляется функция поддержания баланса операций на финансовом рынке. Производные финансовые инструменты изначально были нацелены на осуществление арбитражных операций для обеспечения ликвидности финансового рынка первичных инструментов (в данном случае первичными инструментами могут быть любые инструменты финансового рынка, которые лежат в основе действий с производными инструментами). В связи с этой функциональной особенностью производные финансовые инструменты направлены не просто на поддержание ликвидности всего финансового рынка, но и на создание возможных форм зачета возникающих противоположных обязательств. Именно поэтому большинство производных представляются в виде специальных механизмов торговли и расчетов. Многие из этих финансовых конструкций можно охарактеризовать как срочные контракты. При этом особенностью рыночной структуры рынка финансовых производных представляется то, что между отдельными инструментами рынка производных отсутствует конкуренция, в этой связи она наблюдается с другими инструментами хеджирования риска. Для действующей рыночной структуры это экономически целесообразно. На рынке же финансовых производных любой механизм занимает

свою нишу и практически не испытывает конкурентного давления. М. Портер отмечает, что для некоторых кластеров рынка это вполне нормальное положение дел. Отсутствие конкуренции может пагубно отражаться на всем рынке [135, с. 220].

Рынок финансовых производных занимает важное место в структуре финансового рынка, имеет большое значение в рассмотрении его функциональных особенностей, ключевыми из которых являются сохранение текущего уровня ликвидности и хеджирования. В настоящее время рынок финансовых производных при существующих методиках может рассматриваться не как элемент стабилизации всего финансового рынка, а скорее как совокупность инструментов, приводящих к «инфекционности» большинство рыночных механизмов.

3.3. Влияние стабилизации рынка финансовых производных на другие элементы экономической системы

Рассмотрение понятия «стабилизация на рынке финансовых производных» и ее взаимосвязи со многими структурными элементами в экономике следует начинать с внутренних процессов, которые происходят на финансовом рынке. Эмпирический процесс стабилизации на финансовом рынке мы можем со всей определенностью разделить на несколько последовательных процессов, при этом центральным представляется процесс нахождения некоего стабильного состояния динамики цен на финансовом рынке и его отдельных элементов. Это является предпосылкой для создания и поддержания стабилизации на финансовом рынке. В настоящее время в связи с отсутствием такого мотивационного фактора мы наблюдаем постоянные изменения цен на финансовом рынке, которые неблагоприятно влияют на всю экономику. Типичный пример можно привести в ситуации с Грецией или с Кипром, хотя первопричина «греческих» проблем видится не в действиях на финансовом рынке, все равно нестабильность финансового рынка сыграла свою роль [136]. Скажем в общем, проблематика Греции не является типичным фактором, нестабильное положение всей финансовой системы видно многим ученым-экономистам, высказываются даже предложения о «жестком» регулировании или закрытии ряда площадок [137, с. 20]. По нашему мнению, это по меньшей мере нелогично и практически невозможно.

Таким образом, мы видим устойчивую тенденцию нестабильности на финансовых рынках. Следует более детально разобраться в данной проблеме, так как это оказывает влияние на весь финансовый рынок, который, в свою очередь, дестабилизирует рынки реального сектора экономики, например, финансовый рынок, т.е. цены на нем можно представить в виде определенного конечного значения, которые показывают, к чему в результате стремится рынок. В связи с этим мы можем исследовать его на предмет стабильности изменения цен логарифмов финансовых активов с различных рынков. Цена любого финансового

актива зависит от множества факторов, о влиянии которых мы уже неоднократно говорили.

Изначально первым и главным шагом в постановке задачи стабилизации на финансовом рынке представляется вопрос о том, является ли государство главным и основным участником подобных отношений. После этого мы можем определиться с методами и формами влияния на рыночные цены на финансовом рынке (вопрос заключается в том, что стабилизация на финансовом рынке напрямую зависит от макроэкономического равновесия в экономике, что связано с ценовыми влияниями и тенденциями на финансовом рынке).

Одна из главных ролей отводится существующим экономическим переменным. Наиболее важным показателем представляются изменения в финансовых рядах. Единицы измерения цен финансовых инструментов обычно выражаются в валюте страны, в которой расположен исследуемый финансовый рынок, то же самое можно с успехом применить и к финансовому рынку России. Котировки валюты не всегда постоянны во времени. Валютный курс может меняться под воздействием следующих причин:

- инфляция;
- экономический рост или экономический спад;
- динамика изменений валютных курсов на международном валютном рынке.

Следует обратить внимание на мнение некоторых ученых-экономистов по данному вопросу. По мнению П. Трунина, Д. Князева и Е. Кудюкиной, можно утверждать, что, так как обменный курс определяется спросом и предложением на рынке, он всегда находится в равновесном значении [55, с. 15]. Более того, спрос и предложение на валютном рынке, как, впрочем, и на финансовом рынке, представляются в данное время величинами, определенным образом отвлеченными от показателей цен на финансовый актив. Подобным образом следует рассматривать и такие показатели, как экономический рост, который не может продолжаться бесконечно или хотя бы продолжительное время [138, с. 32]. В процессе экономического роста необходимо предусматривать какой-то механизм стабилизации положения на финансовых рынках.

Кроме того, по мнению Р. Н. Мантеньи и Г. Ю. Стенли, сам по себе экономический рост в стране представляется некой случайной величиной [58, с. 57]. Эта точка зрения представляется очень спорной, но на самом деле на финансовом рынке влияние на цены оказывает скорее не само событие, а некий «шлейф» от него, который Дж. Сорос, к примеру, называет рефлексией рынка (подробнее рефлексиию и ее влияние на рыночные показатели мы рассмотрим в следующих главах). Однако, помимо рефлексии, положения финансового рынка, его инструменты могут быть оценены с позиции исследования финансового рынка как определенного стохастического (вероятностного) процесса. Кроме того, сразу следует отметить, что любой стохастический процесс может быть оценен экономическими агентами с разных позиций. Например, для участников ссудного рынка будет очевиден существующий в экономике дисбаланс между сбережениями и инвестициями,

как отмечали Л. Григорьев и А. Иващенко. По их мнению, инвестиционные решения экономических агентов (компаний, пенсионных фондов, банков, индивидов) в странах, способных относительно свободно экспортировать капитал, не ограничены объемом доступных внутренних ресурсов. При этом развитые и развивающиеся страны имеют разные характеристики процессов сбережения и накопления — как уровня норм, так и их динамики [139].

Именно в результате подобного неравномерного процесса могут развиваться дисбалансы в экономике, которые мы можем причислить к дисбалансам макроуровня. Впоследствии это выстраивается в колебания цен на товары, циклические колебания экономической активности, хаотичное перемещение потоков капитала, влияющее на внутренние инвестиционные решения. Всё это приводит к изменению ценовых границ на финансовых рынках, подобный процесс мы и можем с достаточной определенностью описать как один из видов стохастического процесса.

Наиболее оптимально в этой ситуации мы можем проанализировать ценовые изменения, произошедшие под влиянием перечисленных факторов и приведенные к определенному моменту времени при помощи дисконтирования:

$$Z_D^{(t)} = [Y(t + \Delta t) - Y(t)], \quad (12)$$

где $D(t)$ — дисконтированный множитель, может быть представлен в виде дефляционного или дисконтированного множителя; Y — количество денежных или иных высоколиквидных активов в экономике.

Обоснованность применения дисконтированного множителя в данной ситуации очевидна, так как подавляющее большинство дисконтированных множителей заменяют собой нелинейные преобразования, что в нашем случае очень кстати. Кроме того, цены в этом случае задаются в категориях постоянных денег, а доходы можно планировать с безрисковыми инвестициями, что сократит разрыв между инвестициями и сбережениями — это позволит нам сделать более реалистичные прогнозы по финансовому рынку. Единственным минусом подобного подхода нам видится то, что дисконтированные множители, если их применять в «чистом» виде, не могут быть использованы на длительный период — велика вероятность ошибки, хотя дефляционные (дисконтированные) множители достаточно часто используются в экономике, в том числе при исследовании проблем модернизации [108].

В таблицах 6–9 исследуются изменения цен на финансовые активы, происходящие на различных рынках.

Таблица 6

Ценовые изменения на различных рынках России в 2017 г., млн руб.

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Акции	2 083 788,4	985 848	79 853	2,3
Долговые ценные бумаги	1 400 767,2	764 652	97 620	2,1

Окончание табл. 6

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Валюта	18 666 494,0	6 745 025	78 420	2,8
Индексы (в относительных единицах)	1 326,0	783	120	2,0
Нефть (<i>Urals</i>)	36 860,0	19 312	4 568	2,5
Металлы (цветные)	27 112,0	14 895	3 598	2,4
Драгоценные камни	37 177,2	10 896	569	3,6

Примечание. Составлено автором по данным: Московская Биржа. URL: www.mmbv.ru, <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Рынок Форекс. URL: <https://fxclub.org/> (дата обращения: 13.07.2021).

Таблица 7

Ценовые изменения на различных рынках России в 2018 г., млн руб.

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Акции	2 506 650,5	1 175 348	85 563	2,3
Долговые ценные бумаги	1 661 328,9	934 651	143 542	2,1
Валюта	54 666 827,6	19 634 196	110 329	2,8
Индексы (в относительных единицах)	690 028,0	345 687	673	2,0
Нефть (<i>Urals</i>)	54 757,5	38 642	16 739	2,5
Металлы (цветные)	31 075,2	21 539	8 591	2,4
Драгоценные камни	63 781,2	18 953	1 236	3,6

Примечание. Составлено автором по данным: Московская Биржа. URL: www.mmbv.ru, <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Рынок Форекс. URL: <https://fxclub.org/> (дата обращения: 13.07.2021).

Таблица 8

Ценовые изменения на различных рынках России в 2019 г., млн руб.

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Акции	4 925 010,5	2 372 262	230 953	2,3
Долговые ценные бумаги	4 511 469,9	2 834 853	686 534	2,1

Окончание табл. 8

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Валюта	345 331 372,0	345 674 197	342 825	2,8
Индексы (в относительных единицах)	3 275 130,0	1 643 348	5 783	2,0
Нефть (<i>Urals</i>)	674 957,5	328 662	58 679	2,5
Металлы (цветные)	405 403,2	256 649	87 731	2,4
Драгоценные камни	672 908,4	205 056	18 137	3,6

Примечание. Составлено автором по данным: Московская Биржа. URL: www.mmvb.ru, <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Рынок Форекс. URL: <https://fxclub.org/> (дата обращения: 13.07.2021).

Таблица 9

Ценовые изменения на различных рынках России в I полугодии 2020 г., млн руб.

Рынок	Функция доходности $Z_D(t)$	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Дисконтированный множитель $D(t)$
Акции	4 042 558,2	194 3266	185 632	2,3
Долговые ценные бумаги	2 459 562,0	1 634 951	463 731	2,1
Валюта	297 916 547,6	106 573 196	174 429	2,8
Индексы (в относительных единицах)	1 678 514,0	848 941	9 684	2,0
Нефть (<i>Urals</i>)	130 335,0	128 765	76 631	2,5
Металлы (цветные)	248 992,8	157 520	53 773	2,4
Драгоценные камни	626 965,2	185 392	11 235	3,6

Примечание. Составлено автором по данным: Московская Биржа. URL: www.mmvb.ru, <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Рынок Форекс. URL: <https://fxclub.org/> (дата обращения: 13.07.2021).

Из таблиц 6–9 можно сделать вывод о постепенном росте и неравномерности развития финансового рынка на примере изменения денежного потока начиная с 2017 г. При одинаковых значениях дисконтированных множителей для различных временных отрезков отмечается относительный уклон (перекос) рынка в сторону валютных активов. По сравнению с другими сегментами (особенно фондовым рынком) валютный рынок видится более динамично развивающимся. В последнее время миграция капитала на валютный рынок из других сегментов

обусловлена ростом рисков на финансовом рынке в целом. (Эта тенденция не затронула рынок драгоценных камней, который, несмотря на относительно скромные объемы, способен, подобно рынку золота, стать «тихой гаванью» для капитала и может демонстрировать менее рискованные показатели при инвестировании.)

Другим не менее важным подходом при исследовании проблем стабилизации финансового рынка является методика анализа изменения длительности стабилизации цен на различных временных интервалах.

Ценовые изменения согласно этому подходу определяются через отношение приращения цены финансового актива к его первоначальному значению:

$$R(t) = Y(t + \Delta t) = Z(t), \quad (13)$$

где $R(t)$ — значение доходности по финансовым операциям относительно прибыли или потерь за интервал времени t . Данная величина очень чувствительна к изменению масштаба цен на длительных временных горизонтах.

Динамика ценовых изменений прослеживается в табл. 10. Как видим, наименьший коэффициент изменений присутствует на ранке драгоценных камней и рынке тезавраций в целом, что свидетельствует о приращении денежного потока при относительно низкой рискованности совершения операций.

Таблица 10

Приращение денежного потока к его первоначальному значению в 2020 г., млн руб.

Сегментация финансового рынка по операциям $R(t)$ на различных рынках	Измененный денежный поток $Y(t + \Delta t)$	Первоначальный денежный поток $Y(t)$	Окончательный денежный поток $Y(t + \Delta t) - Y(t)$	Коэффициент изменения доходности $\Delta \varphi$
Фондовый рынок	1 750 500	177 473	1 573 027	1,11
Рынок капитала	1 876 732	195 672	1 681 060	1,11
Денежный рынок	6 745 025	78 420	6 666 605	1,01
Ссудный рынок	7 854 301	83 564	7 770 737	1,01
Рынок золота	9 853 013	98 540	9 754 473	1,01
Рынок драгоценных камней	10 896	569	10 327	1,10
Рынок тезавраций (за исключением золота, драгоценных камней)	13 672	1 200	12 472	1,10

Кроме того, соотношение цен на финансовые активы на различных рынках можно представить в виде последовательности натуральных логарифмов (исследование именно натуральных логарифмов цен позволяет избавиться от обычного волатильного эффекта цен, который практически всегда присутствует при финансовых вычислениях).

Явным преимуществом данного метода является то, что средняя коррекция, которая обычно учитывает нестабильность меры и единицы измерения осуществляется без применения дефляционных и дисконтированных множителей.

При таком способе измерения поведения цен может быть не учтен ряд факторов:

1) мы не сможем воспользоваться данным способом учета, если скорость роста экономики, в частности скорость роста отдельных рыночных структур (в нашем случае — сегментов финансового рынка) и всего финансового рынка в целом будет относительной постоянной, но дело в том, что этого принципиально не может быть, так как скорость развития финансового рынка — непостоянная составляющая. Однако это непостоянство также можно описать выражением:

$$S(t) = \ln Y(t + \Delta t) - \ln Y(t), \quad (14)$$

2) любое нелинейное преобразование и нелинейности очень сильно влияют на статистические свойства любого стохастического процесса.

В таблице 11 показана степень влияния статистических свойств финансовых активов и всего стохастического процесса, развивающегося на рынке.

Таблица 11

Скорость развития финансового рынка в 2020 г., относительные единицы

Сегментация рынков по показателю развития финансового рынка, $S(t)$	Стохастическое изменение денежного потока, $\ln Y(t + \Delta t)$	Стохастическое изменение первоначального денежного потока, $\ln Y(t)$
Фондовый рынок	19,57	13,08
Рынок капитала	21,43	12,74
Денежный рынок	19,72	11,63
Ссудный рынок	23,74	13,73
Рынок драгоценных камней	10,15	08,09

Заметим, что информация, представляемая выражением $S(t)$, изменяет черты динамики и диспропорции, возникающие при вычислении макроэкономических индикаторов.

Таким образом, если дополнительно провести анализ высокочастотных данных в исследованиях финансового рынка, мы увидим противоположную ситуацию в высокочастотном режиме.

Если мы посмотрим на данные табл. 11, то не сможем сказать практически ничего определенного, но даже в этом случае увидим, что цены на короткопериодном диапазоне ведут себя достаточно стабильно и не подвержены влиянию турбулентности или рефлексивности (эти понятия рассмотрены в п. 4.1).

Исходя из полученных данных, можно предположить, что причина стабильности цен на финансовые активы связана не только и не столько с макроэкономи-

ческими факторами развития экономических систем, сколько с развитием внутрирыночных влияний и тенденций.

Стабилизация наступит в том случае, если на финансовом рынке будет использоваться инструмент, способный сгладить вероятные рыночные риски. Механизм хеджирования в настоящее время представлен на рынке, однако он видится очень рискованным. О возможной рискованности финансового рынка предупреждал еще П. Самуэльсон [73]. Однако во времена исследования Самуэльсона это предположение оказалось неустышанным и не привлекло должного внимания из-за его действительной спорности.

В наши дни А. А. Суэтин высказывает мнение, что на современном финансовом рынке существуют такие инструменты, как деривативы, предназначенные для контроля риска при инвестировании [24, с. 17]. Одной из особенностей функционирования современного финансового рынка видится повсеместное распространение спекулятивного капитала, применяющегося даже при операциях с современными финансовыми производными, которые вроде бы должны служить для страхования и хеджирования операций с этим видом активов. Проблема «перегретости» финансового рынка, думается, имеет преувеличенный характер. Все объясняется тем, что на финансовом рынке отсутствует инструмент, способный стабилизировать ситуацию. Данный актив должен обладать следующими свойствами: во-первых, волатильность доходности актива в течение любого промежутка времени должна быть предсказуема для участников рынка; во-вторых, ликвидность актива должна быть на самом высоком уровне, в-третьих, актив должен быть известен рынку, у него должна быть положительная инвестиционная история.

Таким образом, проблема стабилизации финансового рынка видится вполне решаемой. Стабильность рынка связана с использованием более надежных инструментов в операциях, которые не давали бы возможности для спекулятивных игр. Предполагаемый финансовый инструмент может с успехом быть внедрен в существующий кластер финансового рынка, отвечающий за хеджирование рисков, в частности на рынок финансовых производных. Это и будет основой, базисом стабилизации финансового рынка. При этом в отличие от используемого фьючерса на волатильность на московской бирже в нашем случае можно получить достаточно ликвидный и относительно низкорискованный инструмент, приемлемый для установления устойчивости части рынка.

ГЛАВА 4. КОМПОНЕНТЫ СТАБИЛИЗАЦИИ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

4.1. Факторы дестабилизации на финансовом рынке

Как на уровне мирового рынка, так и в пределах одной страны финансовый рынок характеризуется, прежде всего, постоянным риском, который сопровождает проведение большинства рыночных операций. Понятие «риск» — достаточно обособленная категория, которая нам видится как результат деятельности на финансовых рынках (мы рассматриваем вопрос о дестабилизации в отношении процессов, протекающих на финансовых рынках).

Как отмечает Ф. Дж. Фабоцци, «... финансовый рынок обеспечивает механизмы для создания и обмена финансовых активов. Естественно, что сделки по финансовым активам могут совершаться частным образом, однако в развитых экономических странах финансовые рынки обеспечивают определенную инфраструктуру для торговли ценными бумагами» [140, с. 15]. В данном случае речь идет о долговом рынке, но подобная ситуация складывается и на других сегментах финансового рынка.

В рамках нашего исследования следует определить, что будет базисом, а что — надстройкой во всей системе финансового рынка. С нашей точки зрения, основу стабилизационного процесса в системе финансового рынка представляет валютный рынок. Остальные сегменты финансового рынка (за исключением, пожалуй, рынка финансовых производных) следует рассматривать как надстройки или некие производные. В этом плане мы согласны с положением В. В. Шмелёва и О. В. Хмыза о том, что «... усиливающийся процесс глобализации мировой экономики привел к качественной трансформации характера и структуры международного рынка валюты и ссудных капиталов, который ранее представлял собой совокупность отдельных национальных рынков ...» [141, с. 38]. Однако в этом процессе, помимо валют и ссудных капиталов, важную роль сыграл и фондовый рынок, хаотичное изменение которого не раз дестабилизировало весь финансовый рынок. Необходимо отметить, что основная часть финансовых инструментов рассматриваемого рынка была, по сути, заимствована во время активизации процессов глобализации. В процессе глобализации инструменты данных рынков подверглись сильным изменениям, что наложило отпечаток на весь финансовый рынок.

Инструменты валютного и ссудного рынков можно вкратце охарактеризовать следующим образом. В результате глобализационных процессов, а также под влиянием финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. и последующего кризиса 2014–2015 гг. высокая (и даже сверхвысокая) ликвидность и большая доля транс-

формации данных инструментов не смогли, во-первых, показать ожидаемую норму доходности и, во-вторых, стали предметом «инфекционности» финансового рынка. Высокая ликвидность данных инструментов — признак разбалансированности финансовой системы, что оказывает двойственный эффект на весь рынок. В данном случае высокая ликвидность понимается как один из факторов дестабилизации, поскольку позволяет свободно мигрировать спекулятивному капиталу, что негативно сказывается на операциях на финансовом рынке.

По мнению А. А. Суэтина, тенденции на современном финансовом рынке формируются под воздействием следующих важных факторов:

- новые информационные технологии, связавшие основные финансовые центры, резко снизившие транзакционные издержки финансовых операций и сократившие время на их совершение;

- изменение условий деятельности финансовых институтов в связи с дерегулированием банковской деятельности;

- появление и развитие новых инструментов финансового рынка, главным образом на основе механизмов хеджирования и управления рисками [24, с. 30].

В конце XX столетия были сняты многие ограничения на ведение банковской деятельности, что, возможно, стало ответом на усиление конкуренции на банковском рынке. В настоящее время подобная ситуация наблюдается и на российском рынке: Центральный банк России принял вектор на ослабление регулирования банковской деятельности, что косвенно связано с политикой инфляционного таргетирования [142].

При проведении политики таргетирования инфляции на национальных рынках стали вырисовываться нежелательные последствия снижения рентабельности и повышения затрат на осуществление банковских операций национальными банковскими институтами. В этом отношении явно неблагоприятным фактором для экономики представляется крушение и дальнейшее разложение Бреттон-Вудской валютной системы, увеличившее процент нестабильности на мировом финансовом рынке. Это привело к динамичному перемещению «горячих» денег в экономике в целом и на финансовом рынке в частности. В 2009 г. банковская система России в первую очередь оказалась под ударом глобальной экономической нестабильности, что способствовало трансформации институциональной структуры банковской системы России [143]. Подобные тенденции наблюдались и на финансовых рынках ряда западных стран [144].

В процессе дерегулирования финансовых рынков были постепенно сняты ограничения на проведение финансовыми организациями всевозможных операций. В этом действии также видится причина нестабильности на финансовых рынках. Как отмечает В. Лушин, в сложившейся ситуации действия организаций финансового сектора были обоснованными с рыночной точки зрения (минимум рисков, максимум прибыли) и абсолютно недопустимыми с позиции государства, для которого безусловен приоритет задач развития и сохранения субъектов реального сектора экономики над обеспечением прибыльности финансовых учреждений [145].

Еще одной причиной дестабилизации на финансовом рынке в частности и в экономике в целом следует считать инерционность и «близорукость» руководителей многих кредитных организаций, которые инвестировали в высокорискованные активы. В результате были сняты многие ограничения на проведение финансовыми организациями разноплановых операций. Инвестиционные организации и венчурные банки получили возможность заниматься коммерческим кредитованием. Коммерческие банки стали широко заниматься эмиссионной деятельностью, выпуская ценные бумаги преимущественно долгового характера. Заметную роль в создании существующего положения дел сыграли участники, которые, используя несовершенство современного рынка финансовых производных, стали спекулировать его инструментами.

Результатом этого самовозрастающего процесса стало возникновение финансовых корпораций, заполнивших финансовый рынок набором услуг от простого финансового консультирования до оказания посреднических сделок. Как отмечает Л. Иванов, именно такие экономические субъекты доминируют на финансовом рынке России [146].

Такому положению дел способствует формирование глобальных транснациональных систем на финансовом рынке. Центральным звеном подобных систем являются корпорации, концентрирующие практически все виды финансовых операций. В этом случае эффект от мультипликации деятельности масштаба может превосходить все ожидания агентов.

Анализируя тенденцию, ведущую к дисбалансу всей системы финансового рынка, эксперты Бостонского университета отмечали, что глобальная экономика в переходный период трансформируется в совершенно ином качестве: большинство институтов на финансовом рынке стремятся выйти за границы своего государства, что обуславливает формирование новой вненациональной экономической системы. В ее центре находится совокупность наиболее значимых финансовых структур, которые распространяют влияние в мировом масштабе [36, с. 78].

К сожалению, подобное предположение не создает иллюзию всеобщего единого стабильного состояния финансового рынка. Дело, скорее, обстоит наоборот. Такая диспозиция приводит к постоянному и свободному, практически молниеносному перемещению капитала. Этот процесс носит стихийный характер и не может быть фактором стабилизации, напротив, это один из основных факторов дестабилизации состояния финансового рынка.

Традиционные финансовые инструменты в такой системе дополняются новыми видами и типами ценных бумаг, которые структурно мало чем отличаются от существующих мер хеджирования рисков.

Кроме того, одной из ключевых особенностей финансового рынка является то, что всеобщее функционирование рынка, позволяя перераспределять риски по отдельным его инструментам и участникам, ведет к нестабильности всей рыночной системы. В частности, трансакции с деривативным капиталом в нынешнем его состоянии позволили проводить широкомасштабные спекулятивные операции.

Причина этого кроется в нескольких особенностях, сформировавшихся в последнее время. В первую очередь это формирование финансовых кризисов по типу финансового пузыря. Кроме того, финансовая нестабильность может быть свойством всей финансовой системы [147, с. 350]. Подобная тенденция наблюдается в периоды возникновения практически любых видов кризисов [148, с. 33].

При рассмотрении вопроса о нестабильности и факторах нестабильности на финансовом рынке следует упомянуть К. Мински, который выдвинул довольно оригинальную гипотезу, опубликованную в статье под названием «Гипотеза о финансовой нестабильности» (*The Financial Instability Hypothesis*). Суть теории Мински состоит в том, что ключевую роль в создании нестабильности играют банки, которые, как и другие экономические агенты, заинтересованы, чтобы заработать как можно большую прибыль на данных операциях. В результате количество денег (агрегат M2) в экономике и уровень цен не поддерживают линейную зависимость. Кроме того, на финансовом рынке в любом случае складывается схема «долг — доход», которая может попадать под один из следующих вариантов:

- 1) хеджирование;
- 2) спекуляция;
- 3) схема Понци.

На рынке складывается очень интересная ситуация: все три положения не способствуют стабилизации рынка, а наоборот, расшатывают его. Когда происходит хеджирование, экономический агент может выполнить свои обязательства (например, полностью погасить долг с процентами за счет поступающего денежного потока), однако тот инструмент, посредством которого должен быть обеспечен денежный поток, предпочтительно должен быть финансово стабильным инструментом, который под влиянием тенденций на финансовом рынке должен показывать свою стабильность и обязательную ликвидность [149].

В свою очередь, спекулятивное финансирование предполагает, что должник за счет своего денежного потока может обслуживать долг, но погасить его в условленный срок не представляется возможным. В случае использования схемы Понци-финансирования денежный поток не позволяет выплачивать даже проценты по долгу, что приводит либо к продаже активов, либо к еще большему заимствованию.

Все перечисленные стратегии присутствуют на рынке, но только одна из них приемлема для стабильного финансового рынка. В данном случае мы говорим именно о стабильном рынке, о поиске инструментов, которые смогли бы предложить стабилизацию сроком хотя бы на 15–20 лет.

Если на рынке преобладают операции хеджирования, то он может находиться в равновесии; но чем больше на рынке операций, направленных на спекуляцию и Понци-финансирование, тем более нестабильной становится структура финансового рынка.

Система финансового рынка будет более стабильной в том случае, если амплитуда колебаний от операций на рынке будет не столь значительной. В продол-

жение гипотезы Понци К. Мински сформулировал две теоремы о финансовой нестабильности.

Первая гипотеза звучит следующим образом: у экономики есть финансовые режимы, при которых она нестабильна. Вторая гипотеза гласит, что система склонна переходить от стабильных режимов к нестабильным в период экономического процветания. Это особенно опасно в периоды нестабильности, когда начинает процветать инфляция, а денежные власти стремятся к ограничению и ужесточению монетарной политики. В этом случае весь спекулятивный капитал мгновенно превращается в схему Понци-финансирования [150, с. 287]. Подобная ситуация неоднократно возникала на финансовых валютных рынках, как это было в случае с немецкой маркой, испытывавшей на себе спекулятивную игру на понижение [151, с. 415].

Если расширить границы исследования, то мы придем к промежуточному выводу о том, что финансовый рынок и его составляющие при существующем инструментарии не могут находиться в стабильном состоянии, что связано со структурой самого рынка, который постоянно генерирует возникающие риски и, как следствие, поддерживает нестабильность. Существующий инструментарий не может обеспечить полную защиту от нестабильности на рынке, так как в нем заложены особые механизмы дестабилизации на базе ARCH- и GARCH-процессов. Детальное исследование данных процессов не входит в задачи настоящего исследования, однако в целом отметим, что они влияют на рефлексию финансового рынка.

Современный финансовый рынок нуждается в качественно новых инструментах хеджирования, которые привнесли бы элемент стабильного развития в финансовую систему России, что предоставило бы экономике дополнительную защиту от кризисных явлений, связанных с финансовым рынком.

Прежде чем перейти к детальному изучению ARCH- и GARCH-процессов, необходимо рассмотреть вопросы рефлексии финансового рынка, которые должны помочь нам в понимании глубинных причин событий, происходящих на рыночных площадках в настоящее время. Но перед рассмотрением данного вопроса необходимо определиться с некоторыми понятиями. В частности, мы можем делать некоторые предположения о многомерности и многоплановости финансового рынка. Косвенные доказательства многомерности финансового рынка мы наблюдаем постоянно, точно так же, как и постоянно мы можем наблюдать доказательства многомерности реального физического мира [152, с. 65]. В мире экономики этот постулат также находит свое подтверждение [153].

Экономическая наука на протяжении нескольких лет занимается изучением равновесия на рынках в общем и на финансовом рынке в частности. Концепция равновесия на рынках представляется очень удобной и приемлемой для понимания, но действительность гораздо сложнее. Так, концепция равновесия позволяет сосредоточиться на конечном результате и «пройти мимо» ведущего к нему процесса. Как пишет Дж. Сорос, «вокруг равновесия существует аура чего-то сверхъ-

естественного, построенного на эмпирическом начале, поскольку процесс взаимных корректировок ведет к взаимному равновесию на рынке; при этом равновесие как бы неявно присутствует во всех наших наблюдениях» [154, с. 34]. На самом деле, как отмечает сам Сорос, «равновесие как таковое очень редко наблюдается в реальной жизни — рыночные цены имеют злостную склонность к колебаниям» [154, с. 37]. Предполагается, что равновесие всегда продукт достижимый, и все без исключения рыночные структуры стремятся к этому. Но на самом деле мы видим несколько противоположный результат. В действительности участники рыночных отношений постоянно стремятся достичь равновесия, они корректируют рыночные цены, но их действия можно приравнять к деятельности стрелка, который постоянно хочет попасть в движущуюся цель, не имея соответствующего инструмента. Такую ситуацию мы неоднократно наблюдали на рынке как в период финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг., так и вне кризисных явлений в экономике [155].

Как известно, равновесие есть продукт, присущий аксиоматической системе. В настоящее время экономическая наука построена на определенных догматических принципах, ряд которых вполне себя оправдывает, но некоторые требуют последующей корректировки.

Одной из составляющих подобного подхода к функционированию финансовых рынков видится теория совершенной конкуренции, которая также распространена на финансовых рынках. Теория совершенной конкуренции практически никогда не была принципиально пересмотрена, модифицировался только механизм ее реализации, в фундаментальных же положениях она оставалась неизменной. Также неизменным оставался и вывод, что любой рынок всегда стремится к своему равновесию при условии соблюдения соответствующих конкурентных преимуществ. Однако теория совершенной конкуренции не всегда работоспособна на современном финансовом рынке. В соответствии с данной теорией точка равновесия на рынке обязательно достигается, когда уровень производства компании таков, что предельные затраты равны рыночной цене товара, а каждый потребитель при покупке может получить такое количество товара, что его общая предельная полезность будет равняться его рыночной цене. Данные постулаты и сейчас находят свое частичное подтверждение при возникновении отдельных ситуаций на рынке [156]. Например, в рамках теории совершенной конкуренции приводится обоснование вывода, что кривые спроса и предложения предполагаются как определенный аксиометрический потенциал и их существование не может быть подвергнуто какому-либо сомнению. Действительно, кривые спроса и предложения существуют и по своей экономической природе показывают предпочтения или ожидания экономических агентов на рынке. Все многообразие экономических агентов на рынке можно представить в виде определенного многообразия ожиданий участников по поводу спроса и предложения, которые и обусловлены ожиданиями экономических агентов. Классическая экономическая теория придерживается другой точки зрения, она не связывает эти кривые

с ожиданиями участников рынка. Рынок в данном случае необходимо описывать как бы вне рыночных ожиданий, он представляется как самобалансирующая система [157].

Ни на одном рынке роль ожиданий не проявляется с такой очевидностью, как на финансовом. В этом отношении финансовый рынок можно рассматривать как определенный тип внутрифункционирующей системы, на которую иногда тенденции экономики действуют по-своему [158].

Практически вся послевоенная история предлагает нам рассмотреть вариант того, что финансовые рынки не склонны двигаться к равновесию, поэтому их либерализация привела к периодическому возникновению кризисов. Большинство кризисов развились в менее развитых странах, однако некоторые из них ставили под угрозу стабильность мировой финансовой системы, в особенности международный долговой кризис 1980-х гг. и кризис развивающихся рынков [159, с. 115]. Кроме того, идея о периодичности возникновения кризисных явлений в экономике была высказана еще К. Марксом. Он пояснял, что основная причина кризиса при капитализме может быть связана именно с избыточным предложением на рынке, которое в конце концов приводит к кризису перепроизводства. В данном случае наиболее ярким примером был торговый кризис в Англии середины XIX в. [140, т. 4, с. 287]. Таким образом, можно предположить, что на рынке еще в XIX в. существовало неписаное правило, отводящее большую роль рыночным ожиданиям. Эти ожидания могут быть связаны и с величиной спроса, и с величиной предложения. Например, на послевоенных рынках Западной Европы это ощущалось с большим динамизмом. Определенная цементация рассматриваемого процесса была характерна для стран — участниц ГАТТ, еще одним стабилизирующим фактором стало поддержание Бреттон-Вудской системы вплоть до ее крушения в 1971 г. Экономическая система неоднократно сигнализировала рынкам об определенном дисбалансе и некой диспропорции [161, с. 225].

Мы можем предположить, что спрос есть многофакторное понятие, превалирование каждого из факторов в этом отношении зависит от конкретного рынка, который мы исследуем. В частности, для финансового рынка преобладают функции ожидания повышения или понижения цен на соответствующие финансовые активы.

Кроме того, совокупность подъемов и спадов на финансовых рынках подводит нас к мысли о том, что спрос и предложение являются тем фундаментом, на который может наслаиваться множество других экономических и не только экономических процессов. Нечто похожее предложил еще Дж. Сорос в виде теории рефлексивности [162, с. 81].

По мнению Дж. Сороса, классическая экономическая теория строится на предположении, что участники событий на рынке действуют на основе «совершенного» знания. Это предположение, по его мнению, в корне неверно. Восприятие участников влияет на состояние рынка, в деятельности которого они участвуют, но поведение и состояние рынка в действительности также влияют

на восприятие участников. Они не могут получить совершенного знания о рынке, поскольку их мышление само постоянно влияет на рынок, а рынок влияет на их мышление. Это делает исследование поведения рынка намного более сложным, чем если бы предположение о совершенном знании было верным. Таким образом, мы должны принять иную точку зрения на роль мышления в развитии хода событий. Мы привыкли думать о событиях как о последовательности фактов: одни следуют за другими бесконечной чередой. Когда в ситуации есть мыслящие участники, один факт связывается с мышлением участников, а затем мышление связывается со следующими фактами [162, с. 84].

В нашей ситуации теория рефлексивности будет действовать немного иначе. В настоящее время на финансовом рынке доминирующую роль играют ожидания инвесторов, спекулянтов, брокеров и иных активных участников финансового рынка. Решение о приобретении актива принимается участниками рынка на основании ожидания цен в будущем, вернее данные ожидания, конечно, имеют под собой определенную основу, ожидаемые цены зависят от принимаемых в настоящий момент решений о покупках или продажах финансовых активов.

Если мы ведем разговор о сырьевом или товарном рынке, то функция спроса и предложения в этом сегменте проявляется очевидно, потому что в подобном случае несложно построить функцию определения цены продаваемого актива, зависимость от уровня производства, себестоимости продукции, уровня потребления и т. д. Конечно, и на данных типах рынков могут быть применены спекулятивные технологии торговли, но если для товарных рынков это исключение, то на финансовых рынках — вполне обыденная практика. В то же время даже на товарных рынках многие участники руководствуются ценами будущего, т. е. опираются на цены фьючерсных рынков или на свои собственные ожидания, иногда подкрепленные маркетинговыми исследованиями.

Таким образом, участники рынка могут руководствоваться кривыми спроса и предложения лишь как общей установкой, трендовым началом для дальнейшего поведения на рынке.

Мы можем предполагать, что кривая спроса и предложения на рынке (в нашем случае на финансовом) определяет цены под влиянием как рыночных, так и внерыночных факторов. Причем доля нерыночных факторов, исходя из теории рефлексивности, будет скорее превалирующей. Как отмечает Дж. Сорос, научный метод К. Поппера (его дедуктивно-номологическая модель, или модель $D-N$), применяемый в упрощенном и более идеализированном виде, может с успехом использоваться при достижении своих целей на финансовых рынках.

Модель Дж. Сороса построена на трех важных принципах:

- конкретные исходные условия;
- конкретные конечные условия;
- универсальные обобщения.

Комбинируя определенный набор обобщений с исходными данными, мы получаем прогнозы; комбинируя полученные объяснения, сопоставляем известные

исходные данные условий с конечными условиями, что и приводит нас к необходимым обобщениям.

Предложенная Дж. Соросом модель работает при значительных ограничениях. Важное условие работоспособности модели заключается в том, что содержание утверждений, высказываемых по отношению к ним, должно носить независимый характер, иначе может быть получен неверный результат и подобная модель при всей ее гибкости и приемлемости для рынка просто будет выдавать неверные решения, что было, например, в течение финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. [163].

Действительно, на основе описанной модели человечество принимает массу решений, которые представляются нам вполне оправданными и верными, но в отношении принятия решений на финансовых рынках следует не согласиться с такой постановкой проблемы. С позиции принятия инвестиционных решений участник финансового рынка придерживается несколько иного алгоритма действий.

В случае принятия решений вовремя при вложении денежных средств на финансовом рынке доминирующей становится фактическая дезориентация инвестора в массе поступающей информации. Более того, при инвестировании на различных рынках, в том числе и при операциях на различных кластерах финансовых рынков алгоритм действия инвесторов представляется несколько иным, чем описанный К. Поппером. В данном случае его теория требует некоторой корректировки [164]. Корректировка заключается в том факте, что рыночные механизмы, определяющие взаимосвязь между мышлением участников рынка и ситуацией, которая складывается на рынке, могут быть с успехом разделены на две составляющие, две функциональные зависимости: 1) неожиданное событие на финансовом рынке, которое для всех его участников представляет определенную долю опасности; 2) реакция на первую ситуацию основных игроков рынка, которые, манипулируя сложившимся положением, получают сверхдоходы или сверхприбыль, в результате чего финансовый рынок приходит в нестабильное состояние.

Оба перечисленных подхода имеют право на существование, так как могут давать вполне разумный и прибыльный результат. В частности, в одном случае, как описывает Дж. Сорос, когнитивный процесс (восприятие ситуации участниками рынка) всецело зависит от сложившейся ситуации, этот процесс чем-то может напоминать процесс поиска функции случайной величины (RND). Данный процесс можно описать формулой:

$$S = \sum_{i=1}^n f(x) + kx^{t+1}, \quad (15)$$

где S — энтропия; t — время.

В противоположном случае мы видим, что функция рыночной величины полностью зависит от мышления участников рыночных операций. Однако С. А. Чеканова полагает, что рефлексия (рефлексивность) полностью зависит от будущих действий участников рынка.

При этом рассматриваемая задача может быть представлена в виде случайной функции:

$$\cap(t) = \sum_{i=1}^n f(C, t) \quad (16)$$

где C — вектор случайных параметров, полученных при решении параметрической задачи идентификации [165].

В самом общем виде приведенные функции частично уже были рассмотрены. В различных рыночных ситуациях наблюдается применение описанных функций как совместно, так и по отдельности на различных сегментах финансового рынка.

В таблице 12 показан уровень рефлексии при операциях на различных финансовых рынках.

Таблица 12

Рефлексивность поведения на финансовых рынках в 2016–2018 гг.

Финансовый рынок	2016				2017				2018			
	$\cap(t)$	$f(C, t)$	C	t , дн.	$\cap(t)$	$f(C, t)$	C	t , дн.	$\cap(t)$	$f(C, t)$	C	t , дн.
Валютный рынок	6,79	0,63	0,9	7	9,63	2,8	1,4	7	7,84	5,11	0,73	7
Фондовый рынок	3,24	1,05	0,7	15	5,63	1,81	1,21	15	3,26	3,74	0,52	15
Ссудный рынок	1,73	1,63	0,2	15	9,52	6,73	1,43	15	7,59	4,21	0,85	15
Страховой рынок	1,68	1,32	0,19	30	2,63	1,95	0,96	30	2,84	1,59	0,53	30
Срочный рынок	7,63	2,88	1,25	7	10,53	3,62	2,23	7	7,41	5,78	0,68	7
Рынок золота	1,15	2,05	0,43	10	3,84	4,2	0,42	10	2,63	3,2	0,32	10
Рынок драгоценных камней	0,81	0,65	0,11	15	1,17	1,85	0,25	15	0,85	1,36	0,31	15

Примечание. Рассчитано автором по данным Центральный Банк России URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets> (дата обращения: 27.07.2021).

Как видим, на рынках с более заметной рефлексией уровень случайной функции будет иметь наибольшее значение. Значение уровня рефлексии оказывает непосредственное воздействие на уровень рыночного риска по соответствующему рынку. В этом отношении достаточно стабильными и низкореклексивными представляются сегменты рынка тезавраций: на протяжении 2016–2018 гг. на них наблюдалась минимальная рефлексия. В подобном положении находится и страховой рынок, который также не выделялся излишней рефлексией. Самыми высокорекфлекторными и высоковолатильными рынками представляются валютный, фондовый и срочный рынки.

Так, если процесс увеличения риска сопряжен с процессом взаимного проникновения различных сегментов финансового рынка, то это явление можно назвать финансовой диффузией. Примеров финансовой диффузии на рынке было

множество, в частности, в посткризисный период можно видеть фактически совмещенные инвестиционные решения на фондовом рынке России [166].

Таким образом, при одновременной работе обоих приведенных функций, т. е. для получения лучшего детерминированного — независимого — результата, обе функции должны быть представлены независимыми переменными. Независимость переменных позволит получить детерминированный результат, который практически даст нам алгоритм для предсказания будущих цен на финансовом рынке. Детерминированность любых данных в экономике — это очень важный фактор, который не всегда достигается в современных условиях [167]. В данном случае вместо детерминированного результата мы имеем некое взаимодействие множества рыночных систем, при котором рыночное движение цен, взгляды аналитиков, общее настроение всех участников рынка находятся под воздействием одних тенденций и одного направления движения. В первую очередь следует обратить внимание на предпочтения инвесторов, которые можно изменить, причем таким образом, что подавляющее большинство участников рынка будет действовать вопреки рыночным тенденциям.

В таких условиях мы никак не можем говорить о каком-либо равновесии на рынке и его стабилизации. Исходя из этого, можно назвать рефлексивность процессом, противоположным равновесию; это некое антиравновесие, которое приводит к нестабильности целые рыночные механизмы.

В процессе исследования рефлексивности мы обошли стороной один очень важный факт, а именно: явления рефлексивности наиболее активно наблюдаются на сегментах финансового рынка, не связанных с рыночными инструментами, которые не имеют определенного материального носителя, постоянно приумножающего свою ценность на рынке. В данном случае речь идет о рынке тезавраций.

Безусловно, на современном рынке существует множество финансовых инструментов, которые предназначены для хеджирования рисков, но последние события свидетельствуют, что практически все инструменты рынка финансовых производных показали свою несостоятельность.

Таким образом, рефлексивность на финансовых рынках — это процесс хаотичного воздействия различных факторов на цены, приводящий к необоснованному «рыночному» росту цен на определенные финансовые активы, как правило, в спекулятивных целях¹.

Следовательно, назрела необходимость в финансовых производных, которые отвечали бы критериям стабилизации финансового рынка и в меньшей степени были подвержены влиянию рефлексивных факторов.

Для того чтобы установить роль финансовых инструментов на рынке в целом, необходимо определиться с понятием стабилизации в экономике и на отдельно взятом рынке. Так, по данным создателей словаря по экономике *Collins*, стабили-

¹ В данном случае необходимо обратить внимание на определение рефлексии рынков, предложенном Дж. Соросом, в котором речь идет именно об увеличении цены на определенный финансовый актив.

зация на рынке, а именно стабилизационная политика, является одним из видов управления спросом (*demand management or stabilization policy*). Стабилизация достигается управлением уровня совокупного спроса в экономике с помощью фискальной политики и кредитно-денежной политики для смягчения или даже устранения колебаний уровня экономической активности, связанных с деловым циклом. Главная цель управления спросом — это «точечная настройка» совокупного спроса для того, чтобы не допускать его недостаточности по сравнению с потенциальным валовым национальным продуктом (таким образом регулируются и предотвращаются потери в выпуске и безработице) или его избыточности (один из методов предотвращения инфляционных тенденций в экономике) [116, с. 603].

В настоящее время экономика переживает периоды нерегулируемости. Нерегулируемая экономика, как правило, может проходить сквозь периоды депрессий и бумов [168].

Стабилизация на любом рынке, в том числе финансовом, сопряжена с рядом особенностей, связанных с характерными параметрами самих финансовых рынков. Кроме того, для более или менее приемлемого процесса или управления необходимо введение определенного концептуального начала, для чего возможно развивать некое направление дальнейшего исследования в области стабилизации финансового рынка.

Таким образом, если говорить в общем, то система международного финансового рынка представляется крайне нестабильной, и причина тому — давление всевозможных финансовых рисков. Накопление рисков происходит из-за обилия рискованных ситуаций на рынке. Именно по этой причине многие зарубежные и отечественные экономисты склонны считать, что финансовый рынок требует более жесткого и детального регулирования процессов, которые на нем происходят. Кроме того, на концепции регулирования финансовых рынков настаивает руководство Международного валютного фонда. Однако при всей пафосности реляций относительно регулирования финансового рынка конкретных предложений по сохранению стабилизации финансового рынка со стороны представителей МВФ не слышно [169]. Кроме того, динамика развития всего мирового финансового рынка свидетельствует о том, что глобальные рыночные риски складываются из рисков, возникающих на локальных страновых финансовых рынках. В свою очередь, страновые финансовые риски можно представить в виде определенной совокупности финансовых инструментов, посредством операций с которыми и происходит генерирование какой-либо рискованной ситуации. Но в тот же самый момент на рынке посредством других операций с несколько иными финансовыми инструментами происходит сглаживание или, можно сказать, некая диверсификация рискованных ситуаций.

Следует сразу отметить, что мировая глобализация экономических отношений и трансграничная финансовая глобализация, выражающаяся в миграции капиталов, вовлекают в свой процесс и финансовые инструменты. Инструменты являются неотъемлемым механизмом всей системы финансов, наполняющим по-

токи денежными средствами и обеспечивающими функционирование как мирового, так и страновых финансовых рынков.

В результате нашего исследования можно предложить уточненное понятие финансового рынка: финансовый рынок можно охарактеризовать как совокупность разнонаправленно функционирующих финансовых инструментов. Финансовый инструмент нам представляется в виде единичного звена на финансовом рынке [2, с. 251]. Подобное единственное звено позволяет достигать на финансовом рынке различных целей, первостепенной из которых является инвестирование (экономическая сущность инвестиционного процесса на финансовом рынке была исследована в п. 1.3).

Думается, обособление финансовых инструментов, которое произошло буквально в последние 20 лет, заставляет нас говорить о том, что финансовые инструменты представляются одной из составляющих революционной деятельности на рынке. Финансовые инструменты и операции с ними могут быть причислены к новому виду воздействия не только на финансовые рынки, но и на экономики отдельных стран. В частности, как отмечает П. Бергер, капиталистические формы финансового влияния могут полностью разрушать государства, поддерживать правящие режимы, которые не имеют никакой социальной базы [170].

Таким образом, финансовые инструменты играют в экономике двоякую роль, в частности инструментарий, обращающийся на Московской межбанковской валютной бирже, по словам ее президента А. Аганбегяна, уже достиг в прошлом году 200 трлн руб. При этом сумма, привлеченная в виде долговых займов, составила 1 трлн руб. [171]. Следовательно, финансовая сфера, в которую входит практически весь спектр финансовых инструментов, в настоящее время видится достаточно мощной и оказывающей большие структурные влияния на рынок.

Более подробно колебания уровня цен финансовых активов на различных сегментах финансового рынка представлены в прил. 2.

Таким образом, исходя из формулы прил. 2 можно предположить, что суммарно рыночная стоимость активов связана с рыночной стоимостью компании, эмитирующей данный актив, и обратно пропорциональна временной учетной ставке процента, установившейся на данный период. Следовательно, при малейшем изменении любого из этих двух основных показателей мы можем получить в определенной степени неконтролируемый рост или падение цен на финансовые активы, что напрямую сказывается на стабилизации всего финансового рынка.

Однако в нашем случае мы встречаемся не со всей совокупностью финансовых инструментов и можем оперировать лишь выборкой из генеральной совокупности. Как отмечает ряд исследователей, такой подход будет более рационален и достоверен [172, с. 19].

Мы можем рассматривать выборку неких финансовых инструментов на предмет их возможной стабилизации как аналог генеральной совокупности, так как в нашем случае обследование всей генеральной совокупности имеет слишком размытые границы и весьма затруднительно в исполнении. Наиболее подходящим

будет применение законов вероятностей распределения как двух генеральных совокупностей.

Кроме того, в нашем примере выборки из генеральной совокупности мы можем предположить, что любой финансовый инструмент будет вести себя на рынке исходя из неопределенной корреляционно-регрессионной зависимости [173, с. 367].

При такой корреляционно-регрессионной зависимости мы видим, что волатильность цен на большинство финансовых активов есть не что иное, как стохастический и достаточно быстроизменяющийся процесс. В частности, нам необходимо определиться с положением ARCH- и GARCH-моделей, которые широко изучены в экономической теории и финансах, и по ним имеется большое количество опубликованных работ.

Можно представить любые ARCH-модели по своей экономической природе как довольно простые стохастические процессы, которые локально нестационарны. Данные виды процессов исследованы на протяжении длительного времени. Впервые ARCH-процессы были введены Р. Инглом в 1982 г. [174]. Подобные модели применимы в различных областях, в частности средние и дисперсии инфляции в Великобритании и других странах, фондовые прибыли, ставки процента, обменные курсы валют. Подобные модели вполне применимы и при расчете влияния финансовых инструментов в процессе стабилизации на рынке.

В данном случае ARCH-модели представляют собой эмпирически мотивированные, дискретные во времени стохастические модели, для которых дисперсия во времени t может условно зависеть только от некоторых прошлых величин, т. е. квадратов самого случайного сигнала. Следовательно, практически любой ARCH-процесс может определять класс стохастических моделей, так как каждая подобная модель характеризуется более конкретным числовым управляющим параметром и специфической формулой, которая генерирует случайную переменную во времени t .

В нашем случае для того чтобы найти определенную и понятную взаимосвязь между финансовыми инструментами и стабилизацией на рынке, следует применить стохастический процесс с авторегрессионной гетероскедастичностью. Сразу следует отметить, что подобных процессов в экономике много, мы лишь исследуем некоторые из них.

Стохастический процесс с авторегрессионной условной гетероскедастичностью, т. е. процесс с непостоянными дисперсиями, зависящими от прошлых значений, но постоянной безусловной дисперсией, есть не что иное, как ARCH-процесс, определяемый следующим уравнением:

$$\alpha_t^2 = \alpha_0 + \alpha_1^2 + \dots + \alpha_{t-p}^2, \quad (17)$$

где α_0 , α_1 и α_p — значения стоимости финансовых инструментов; x_t — случайная величина с нулевым средним и дисперсией σ_t^2 , характеризующей устойчивость

финансового инструмента относительно функции доходности $f_t(x)$. Функция доходности может быть взята и как гауссовская переменная. Если рассматривать гауссовский процесс с позиции стабильного состояния только p и $f_t(x)$, то только в этом случае мы получим полностью ARCH-процесс, т.е. в определенной степени стабильные показатели по изменению цены финансовых инструментов.

При этом величина дисперсии финансовых активов будет равна следующему уравнению:

$$\delta^2 = \frac{\alpha_0}{1 - \alpha} . \quad (18)$$

Таким образом, мы получили уравнение, описывающее практическое приращение дисперсии на финансовом рынке, которая сопровождается и увеличением объема торгуемых финансовых инструментов, об этом нам может сказать с определенным постоянством увеличивающийся объем как самих финансовых инструментов, так и размер дисперсии [175, с. 147].

Кроме того, стоимость финансовых инструментов в их динамической характеристике можно представить в виде динамично развивающихся процессов, базовым для которых может быть ARCH-процесс.

Любой финансовый актив, вернее его ценовое выражение, мы можем представить в виде уравнения, описывающего случайный процесс:

$$X_t = X_0 + \int_0^t \alpha(X_s, s) + \int_0^t b(X_s, s) d . \quad (19)$$

Данное уравнение описывает процесс Ито, который каждую секунду происходит на любом сегменте финансового рынка. Подобный процесс можно записать в виде стохастического дифференциального уравнения для дифференциала Ито:

$$dX_t = \alpha(X_t, t)dt + b(X_t, t)d_t . \quad (20)$$

При этом $dX_t = db + b_t$ проще записать в виде броуновского движения со сносом q и мгновенно возникающей дисперсией d_t . При таком мгновенном переме-

щении и трансформации финансовых инструментов процесс X будет не чем иным, как маргиналом.

Данный процесс детально представлен в табл. 13.

Анализируя полученные данные табл. 13, можно сделать несколько выводов. На валютном, фондовом и срочном рынках прослеживается тенденция усиления частоты броуновского движения цен на финансовые активы. На ссудном рынке отмечается резкое увеличение волатильности, о чем свидетельствует рост цен финансовых активов: в 2020 г. по сравнению предыдущими периодами рост волатильности составил более 250%, что говорит о крайне нестабильном положении данного сегмента финансового рынка. На сегментах рынка тезавраций — рынке

золота и драгоценных камней — наблюдается относительная стабильность. Прирост волатильности по рынку драгоценных камней составляет в 2014–2019 гг. 18%, что делает данный сегмент гораздо менее рискованным по сравнению с валютным и срочным рынками. Индекс волатильности российского рынка RVI (по методике ММВБ-РТС) коррелирует с результатами, полученными при использовании уравнения Ито¹.

Таблица 13

Движение цен на финансовых рынках, представленное в виде аналога броуновского движения частиц в 2016–2018 гг.

Финансовый рынок	2016				2017				2018			
	dX_t	X_t	dW_t	t , дн.	dX_t	X_t	dW_t	t , дн.	dX_t	X_t	dW_t	t , дн.
Валютный рынок	3,83	0,53	0,73	7	5,44	3,4	1,6	7	2,37	2,47	0,96	7
Фондовый рынок	4,15	0,67	0,62	15	5,63	3,39	1,30	15	1,37	1,76	0,78	15
Ссудный рынок	7,41	0,31	0,23	15	15,92	4,28	3,72	15	2,87	2,38	1,21	15
Страховой рынок	1,12	0,41	0,27	30	3,95	0,92	0,43	30	0,86	0,46	0,53	30
Срочный рынок	6,12	0,72	0,85	7	6,37	2,51	2,54	7	3,35	2,54	1,32	7
Рынок золота	0,05	0,35	0,15	10	0,87	0,38	0,23	10	2,63	3,2	0,32	10
Рынок драгоценных камней	0,04	0,25	0,14	15	0,58	0,42	0,14	15	0,76	0,97	0,08	15

Примечание. Рассчитано автором по данным: Центральный Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/finmarkets> (дата обращения: 13.07.2021); Алмазная Биржа Израиля. URL: <http://www.israel-diamonds.ru> (дата обращения: 13.07.2021); Zohar Jewelry. URL: <http://www.zohar-jewelry.com/assets>. Данные за 2018 г. обобщают период до 1 июля 2018. г.

Следует напомнить, что dW также нормально распределена со средним нулем и дисперсией dt , в этом случае другая эквивалентная форма записи уравнения дифференциала Ито будет не чем иным, как уравнением Лагранжа.

Кроме того, в продолжение к ARCH-процессу на финансовых рынках может протекать и более сложный процесс, использующий линейные зависимости. В данном случае это GARCH-процесс, суть его заключается в том, что он представляет собой временную эволюцию экономического ряда, в течение определенного периода временно составленного из параметров ARCH и цен на различные финансовые активы. В свое время идея подобного процесса была предложена Т. Боллерслевом [176].

По Боллерслеvu, данный класс стохастических процессов определяется общей формулой:

$$\sigma_i^2 = \alpha_0 + \alpha_1 x_{t-1}^2 + \dots + \alpha_q \beta_1 \sigma_{t-1}^2 + \dots + \beta_p \sigma_{t-p}^2, \quad (21)$$

¹ При использовании индекса RVI следует учитывать его слишком чувствительный характер измерений, так как этот индекс рассчитывается только на фондовом рынке с учетом заключенных опционных сделок на период 30 дней, что может несколько исказить результаты измерений.

где, $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_1 x_{t-1}^2, \beta_1, \dots, \beta_p \sigma_{t-p}^2$, — управляющие и параметрические параметры более сложных финансовых инструментов, структурирование которых не всегда подвержено линейным законам.

Например, подобный процесс с легкостью подтверждает, что многоуровневые (или многопериодные) финансовые инструменты в своей генеральной совокупности стремятся к стабильному состоянию. Процесс GARCH в большей степени отвечает требованиям стабильности рынка, он более характерен для финансовых инструментов рынка производных, но, несмотря на это, при избытке «горячего» капитала производные при их нынешнем состоянии не дают полной гарантии защиты от нестабильности на рынке.

Вопреки тому, что финансовый рынок стремится к своему нестабильному состоянию, отдельные его инструменты показывают сверхстабильное состояние при самых разнообразных потрясениях на рынках, даже при турбулентных завихрениях на финансовых рынках в момент прохождения кризисных явлений.

Кроме того, финансовые инструменты обладают специфическими чертами. А. А. Суэтин отмечает, что финансовые рынки существуют иначе, чем рынки других товаров и услуг [126]. Одной из составляющих привлекательности финансовых активов является их способность увеличивать вложенные средства и в то же время оберегать их от инфляционных и иных тенденций. С другой стороны, на финансовом рынке у инвестора может возникать эйфория от сделанных инвестиций, а падение цен способно парализовать рынок, что может пагубно сказаться на стабильном положении всего рыночного механизма. Так, определенное воздействие на финансовые инструменты оказывает уровень их стабилизации, многие внешние факторы оказывают сопутствующее влияние на финансовые активы. При спаде на рынках резко могут снижаться объемы торговых операций, так как инвесторы не захотят фиксировать убытки посредством дешевой продажи активов.

Кроме того, согласно гипотезе нестабильности Х. Мински, в условиях бурного развития рынков и устойчивого экономического роста у инвесторов возникают стимулы спекулировать, используя даже заемные средства, что приводит к причине потери стабильности [177]. Однако в своей совокупности финансовые инструменты при обычных условиях стабилизируются и находятся в равновесном состоянии, только если существует довольно мощный базисный фактор — финансовый стабилизатор.

Финансовым стабилизатором является такой финансовый актив, который при большинстве неблагоприятных факторов не изменяет свою стоимость в сторону превышения или уменьшения, при этом испытывает минимальную волатильность.

Таким образом, в настоящий период возник вопрос о введении понятия «финансовый стабилизатор на рынке», который рыночными методами регулировал бы ситуацию на финансовом рынке, в частности приводил бы рынок в состояние стабилизации.

4.2. Рынок тезавраций как фактор стабилизации финансового рынка

В последнее время термин «финансовая стабилизация» употребляется достаточно широко, что связано с последовательностью определенных событий. Первым и, пожалуй, главным событием в этой череде представляются последствия финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Один из результатов кризиса — тот факт, что всему миру стало очевидно, что вопросу финансовой стабилизации и ее роли на финансовом рынке будет придаваться очень большое значение. Кстати, состояние дестабилизации до сих пор характерно практически для всего финансового мира. Не является секретом, что проблемы государственного долга США, который в последнее время стал практически неоплачиваемым (вернее, в ближайшей перспективе его можно лишь с определенной долей успеха обслуживать, но не полностью гасить), представляются всему миру со всей очевидностью [178].

Финансовая стабилизация предполагает по меньшей мере стабильное положение основных структурных элементов финансового рынка, его инструментария. С этой точки зрения необходимо определиться с позиционной составляющей. Не стоит забывать, что происходящая финансовая глобализация определяет некоторые тренды в развитии современной системы финансов. Подобные тенденции не проходят и мимо экономики России.

Так, в процессе глобализации (мы можем назвать этот процесс даже не просто глобализацией, а финансовой глобализацией) резко возросла доля финансового сектора в мировом ВВП, можно сказать не просто возросла и стала практически доминирующей в экономике. Финансовые рынки значительно превзошли реальные как по объемам, так и по ценам [179]. Доля финансового капитала организаций развитых стран и не только их (здесь следовало бы употребить термин «доля финансового глобализационного капитала во всем финансовом рынке»), а также доходы от операций на финансовых рынках занимают существенное положение в структуре доходов целых государств. Все эти процессы привели к росту и распространению множества негативных элементов, одним из которых можно назвать практически неконтролируемую инфляцию, слабо поддающуюся воздействию монетарных властей [180]. Кроме того, в процессе подобного развития рынок финансовых производных, который должен был служить противовесом всем негативным процессам, развивающимся на финансовом рынке, стал, наоборот, подталкивать рынок к неминуемому краху. На рынке финансовых производных был «надут» пузырь небывалого размера.

На рынке сложилось положение, при котором финансовые услуги и услуги потребления различных благ стали доминирующим фактором, неким локомотивом развития экономики. Об опасности такого «сверхприбыльного и сверхспешного» локомотива неоднократно предупреждали мировое экономическое сообщество [181].

Необходимо также отметить, что доля активов рынка тезавраций в финансовых вложениях инвесторов имеет тенденцию к уменьшению. Доля золота в золотовалютных запасах государств имеет постоянную тенденцию к снижению и на конец 2009 г. составляла 18% [24, с. 66]. Хотя в настоящее время золото следует рассматривать как один из факторов, влияющих на финансовый рынок и его стабилизацию (с 2009 г. до середины 2019 г. тройская унция золота, по данным *Golds Diamand*¹, увеличилась в цене практически в 3,4 раза). Следовательно, если считать базисом, источником стабилизации на финансовом рынке рынок тезавраций, инструменты которого сыграли бы немаловажную роль в укреплении стабильности, золото в данном случае не следует рассматривать как базисный фактор стабилизации финансового рынка.

Таким образом, мы пришли к выводу, что для финансовой стабилизации, т. е. минимизации волатильных процессов на финансовом рынке, необходимо предложить актив, который можно использовать как базис для структурирования тех же фьючерсных контрактов на бирже. Исходя из всего вышеизложенного таким активом способен стать наиболее стандартизированный драгоценный камень, который может восприниматься как объект, уменьшающий рыночные риски.

Рассмотрим детально рынок бриллиантов. Цена бриллианта нередко является определяющим фактором при выборе подходящего варианта, поэтому стоимость можно считать пятой характеристикой бриллианта наряду с весом, цветом, чистотой и огранкой (4 C) — система оценки драгоценных камней, где за основу берутся четыре перечисленных параметра.

Чтобы разобраться в конечной стоимости бриллианта, начнем с алмазного сырья. Стоимость бриллианта основывается прежде всего на редкости: чем выше вес и характеристики бриллианта, тем реже он встречается. Например, на алмаз ювелирного качества весом 1 карат в среднем приходится 250 т руды. При огранке круглый бриллиант теряет не менее 55% массы, иначе говоря, бриллиант весом в 0,5 карата — это результат обработки 280 т породы. Если учесть, что для огранки пригодна лишь четверть всех добываемых алмазов, то количество просеянной руды превышает 1 млн т. Цены на алмазное сырье на сегодняшний день в большей степени привязаны к тенденциям на рынке ограненных бриллиантов, чем к номинальным издержкам добычи.

Рынок необработанных алмазов условно можно разделить на два уровня. Первый — это крупные компании (сайтхолдеры), которые имеют доступ к лотам алмазного сырья горнодобывающих активов: *De Beers* (DTC), *Rio Tinto*, *VHP Billiton*, а с недавних пор и компании АЛРОСА. Второй уровень представлен основной массой гранильных предприятий, которые при расчете закупочной цены на алмазное сырье используют дисконтирование от прејскуранта *Rapaport Diamond Report*. В среднем цена алмаза составляет 40–50% цены бриллианта, который получится после огранки. Например, средняя стоимость алмаза весом 1,05 карата с приближенными характеристиками J/VS₂ будет составлять 50% цены бриллианта разме-

¹ *Golds Diamand*. URL: www.goldsdiamand.com (дата обращения: 13.07.2021).

ром 0,5–0,69 карата в прейскуранте *Rapaport Diamond Guide* (2 000 долл.), или около 500 долл. за карат. Дисконт от продажной цены готового бриллианта должен покрыть не только расходы на огранку, но и вероятность того, что при огранке бриллиант может быть поврежден или окажется худших характеристик, чем те, для которых был сделан расчет. Часть ответственности за это можно возложить на прейскурант *Rapaport*, который весьма вяло реагировал на изменение конъюнктуры на рынке бриллиантов в 2008–2009 гг. В 2018 г. наблюдался рост спроса на бриллианты.

После огранки бриллиант может быть продан крупному дилеру или после сертификации в лаборатории Геммологического института Америки (GIA) добавлен огранщиком в биржевой листинг. Именно этот сертификат на сегодняшний день имеет наиболее твердую репутацию среди абсолютного большинства профессиональных диамантеров. Существуют также листинги для бриллиантов, прошедших сертификацию в других центрах (HRD, AGS, EGL), но скидки от прейскуранта для них, как правило, значительно выше (вплоть до двукратного дисконта на бриллианты с сертификатом GIA). Средний дисконт на бриллианты в биржевых листингах GIA составляет около 13–18 % (2019 г.) для 2019 этот показатель составляет 21 %. Бриллиант одинаковых характеристик в разное время может обладать разной стоимостью в зависимости от того, сколько камней данного класса представлено в листинге и какое настроение установилось на бирже (это особенно актуально в кризис). Бриллиантовые дилеры реагируют на изменение рынка быстрее, чем прейскурант *Rapaport*, что в принципе соответствует биржевому стилю торговли.

Между крупными алмазными биржами налажены очень прочные контакты (зачастую родственные), что позволяет заказать и получить подходящий бриллиант в течение нескольких дней. Глобальные цены на бриллианты (или уровень дисконта от прейскуранта *Rapaport*) равнозначны на той или иной бирже, поэтому неправомерно утверждать, что на Алмазной бирже Израиля бриллианты дешевле (или дороже), чем на Алмазной бирже Антверпена. Цена для конечного потребителя определяется исходя из количества промежуточных наценок и может быть существенно ниже рыночной в двух вариантах (не считая форс-мажорных):

- 1) продавец является одновременно владельцем алмазного сырья и готов к продаже на грани себестоимости;
- 2) сертификат на бриллиант или устная оценка не совпадает с эталонной оценкой по GIA.

Первый вариант встречается крайне редко, особенно для частных клиентов в туристической поездке, пусть даже организованной гранильной фабрикой или фирмой-консультантом (посредником).

Если рассматривать мировой алмазный рынок детально, то основой его стабильности окажется высокая монополизация, которая практически исключает конкуренцию между производителями алмазов. Большая доля алмазов продается через Центральную сбытовую организацию (ЦСО) корпорации *De Beers*, которая контролирует 50 % добычи и 85 % реализации алмазов в мире. Однако в последние

годы увеличивается число независимых производителей сырых алмазов, которые не заключают договора с *De Beers*, а сами реализуют камни на рынке. Кроме ЦСО алмазное сырье можно приобрести на алмазных биржах. Крупнейшими центрами торговли являются Лондон, Антверпен, Тель-Авив, Нью-Йорк, Гонконг.

Особенностью мирового алмазного рынка является принцип разделения добычи и обработки камней. В настоящее время суммарные запасы зарубежных стран оцениваются в 2 млрд карат. Алмазы добываются более чем в 26 странах, поиск новых месторождений постоянно ведется на всех континентах. Основной объем добычи природных алмазов (в каратовом измерении) дают всего пять стран: Австралия, Ботсвана, Республика Конго, Россия и ЮАР. Уровень годовой добычи алмазов в мире составляет примерно 120 млн карат.

Крупнейшими мировыми центрами огранки алмазов являются США, Бельгия, Индия, и Израиль (65% добытых алмазов), они формируют основной объем предложения на бриллиантовом рынке. Однако в последнее время появилась тенденция размещать обрабатывающие предприятия ближе к сырьевым базам. Таким образом, география обработки расширяется за счет Ботсваны, Намибии, ЮАР, а также стран с низким уровнем оплаты труда — Юго-Восточной Азии, Африки и Восточной Европы. Доля России в мировом производстве бриллиантов в 2018 г. составила 8%, в настоящее время она составляет около 23% в стоимостном выражении. В бриллиантовом производстве наблюдается дифференциация стран-производителей: в США производят наиболее дорогие ювелирные бриллианты, Индия специализируется на огранке наименее качественного сырья. Крупнейшим добытчиком необработанных алмазов является Австралия. Страна занимает второе место по добыче алмазов. На крупнейшей кимберлитовой трубке «Аргайл даймонд майнинг» добычей алмазов занимается одноименная компания. Несмотря на крупные объемы добычи алмазов по качеству они одни из самых плохих, мелкие и нечистые. Ввиду этого на мировом рынке они мало ценятся. Практически все добываемые в стране алмазы экспортируются в Индию, так как там очень высокий спрос, но из-за низкого уровня жизни индийские предприятия могут позволить закупать только относительно недорогие австралийские алмазы.

Стоит упомянуть еще один сегмент мирового рынка, который представляет собой нелегальный «черный рынок» добычи и продажи алмазов. Наиболее широко он развит в бедных африканских странах, таких как Сьерра-Леоне, Заир, Ангола и др. Из-за непрекращающихся междоусобиц и войн продажа алмазов стала крупным источником средств для закупки оружия. Мировая общественность выступает против приобретения алмазов у этих стран и против того, чтобы средства от алмазов шли на покупку оружия. В результате была создана организация по борьбе с такими алмазами — «Кимберлийский процесс». В итоге алмазы стали получать сертификаты, где указывается источник происхождения. На сегодняшний день черный рынок торговли алмазами оценивается от 4 до 20%. Большинство специалистов склоняется к цифре 20%. Торговля алмазами ведется со странами, где сильно развита торговля оружием и наркотиками.

Мировой рынок алмазов представляет собой сложную, многоуровневую структуру. Основными звеньями этой структуры являются компании, специализирующиеся на добыче алмазного сырья, фирмы-посредники и фирмы — обработчики алмазов, производящие бриллианты. Хотя алмазы добываются более чем в 20 странах мира, практически вся добыча сосредоточена в восьми странах: Ботсвана (24%), Россия (20%), Канада (15%), Ангола (12%), ЮАР (11%), ДР Конго (8%), Намибия (6%), Австралия (2%).

В мире насчитываются сотни горнорудных алмазных компаний, однако в основном вся добыча сосредоточена в нескольких крупных корпорациях: это АК «АЛРОСА», «Де Бирс», «Рио Тинто» и «Би-Эйч-Пи Биллитон». Из этого следует, что Россия занимает одну из ведущих позиций в данной отрасли. Немногочисленность крупных участников и объем их совокупного вклада в мировое предложение алмазов определяет олигополистический тип конкуренции на рынке первичного предложения природных необработанных алмазов.

Проанализировав ситуацию, сложившуюся за последние годы, можно прийти к выводу, что в связи с мировым кризисом произошел спад в добыче алмазов и производстве бриллиантов. Остановилось большинство геологоразведочных работ. АК «АЛРОСА» как лидер российской алмазной промышленности временно сократила объемы розничных продаж, потеряла в международном рейтинге и продукцию стала сбывать государству (Гохран России), взявшему на себя роль стратегического инвестора. Определенные затруднения возникли и у «Де Бирс». Вместе с тем в 2019 г. АК «АЛРОСА» планирует сохранить объем продаж алмазов на уровне 2018 г., а «Де Бирс» — восстановить докризисные объемы добычи. Это свидетельствует о том, что у компаний сохранился потенциал, необходимый для возврата позиций на мировом рынке в докризисных объемах.

С февраля 2019 г. наблюдается рост предложения товара основными добывающими компаниями в сочетании с ростом цен. В связи с этим ряд ученых взялся за разработку финансовых инструментов, с помощью которых можно будет привлечь инвестиции для восстановления геологоразведки, освоения и разработки новых месторождений, что способствует выходу из кризиса, а также дальнейшему развитию отрасли.

Результаты экспертного прогноза добычи, потребления и экспорта алмазов в России на период до 2025 г. представлены в табл. 14.

Таблица 14

Прогноз добычи, потребления и экспорта алмазов, млн долл.

Показатель	2000	2001	2002	2003	2006	2018	2022	2024	2030
	Факт					Прогноз			
Добыча (прогноз по данным ЦНИГРИ)	1542,6	1665,4	1455,8	1560,0	1830,0	2263,0	2850,0	3360,0	3600,0
Добыча в Архангельской области	—	—	—	—	—	13,0	130,0	140,0	150,0

Окончание табл. 14

Показатель	2000	2001	2002	2003	2006	2018	2022	2024	2030
	Факт					Прогноз			
Ювелирная промышленность	771,0	832,0	728,0	780,0	915,0	1125,0	1400,0	1680,0	1980,0
Экспорт	771,6	833,4	727,8	780,0	915,0	1138,0	1450,0	1680,0	1900,0

Примечание. Составлено автором по данным: Центральный научно-исследовательский геологоразведочный институт цветных и благородных металлов. URL: <http://www.tsnigri.ru> (дата обращения: 29.07.2021).

Существующие запасы алмазов могут быть конвертированы в ценные бумаги и алмазные деривативы, выдаваемые в качестве гарантий инвесторам, выделяющим денежные средства на финансирование добычи алмазов. Этот факт стал серьезными «прорывом» в сфере осознания инвестиционных возможностей алмазов, поэтому разработка технологии выпуска на их основе ценных бумаг стала только вопросом времени. В данном случае можно связать два направления: алмазно-бриллиантовый комплекс и рынок производных ценных бумаг. И на основе этого получить развитие нового финансового инструмента, которым может стать кредитный алмазный дериватив.

Также не стоит забывать и об условиях, необходимых для существования деривативов на основе алмазов: в качестве базисного актива могут выступать продажи комплектами; необходимо стандартизировать условия будущего контракта; процесс формирования цен контракта должен быть максимально понятным инвестору и наиболее востребованным на рынке, в данном случае стоит рассматривать алмазы. Теоретически алмазы смогут выступать в качестве неофициального «эквивалента» валюты. В пользу данного аргумента можно привести следующие доводы. Во-первых, возможна идентификация каждого кристалла алмаза. На данный момент существует публикация интерактивных цен IDEX *online*, позволяющая получать и использовать средние цены на бриллианты и соответствующие тренды. Во-вторых, происходит развитие международного контроля сертификации алмазов («Кимберлийский процесс»). В-третьих, ювелирные алмазы обладают высокой стоимостью. В-четвертых, общее количество находящихся в хранилищах алмазов составляет инвестиционный «мировой запас». В связи с этим необходимо разработать стандартизированные контракты для алмазов и процедуры, по которым будет осуществляться деятельность. В случае успешного развития спотового рынка впоследствии не исключается и развитие фьючерсной торговли.

Создание нового финансового инструмента — кредитных алмазных деривативов — позволит по-новому оценить роль российского алмазно-бриллиантового комплекса в мировом предложении алмазов. Финансовые инвестиции будут способствовать развитию интересов России на мировом рынке алмазов.

Рассмотрим спецификацию возможного расчетного фьючерса на бриллианты.

1. Общие положения

1.1. Настоящая Спецификация устанавливает основные качественные и количественные характеристики расчетного фьючерсного контракта на бриллиант весом 1 карат — цвет *G*, качество VS_2 , круглой огранки Кр-57 (далее — фьючерс).

1.2. В настоящей Спецификации единая торговая сессия (далее — ЕТС) понимается в том смысле, в котором она определена в Правилах проведения операций по покупке и продаже товаров на Единой торговой сессии, утвержденных Советом Директоров ПАО «Московская Биржа».

1.3. Термины, определение которых не приведено в тексте настоящей Спецификации, определяются в соответствии с Правилами совершения срочных сделок на срочном рынке MICEX и иными документами, регламентирующими функционирование срочного рынка MICEX (далее — Внутренние документы Рынка), с Правилами клиринга и иными документами Клиринговой организации, регламентирующими порядок проведения операций, связанных с осуществлением клиринга по сделкам, совершенным на срочном рынке MICEX (далее — Внутренние документы Клиринговой организации) и Правилами проведения операций по покупке и продаже иностранной валюты на Единой торговой сессии, утвержденными Советом ПАО «Московская Биржа».

2. Код фьючерса.

2.1. Фьючерсы кодируются следующим образом:

Diam Brill MY,

где *Diam Brill* — общая часть кода фьючерсов с любым сроком исполнения; *M* — символ месяца исполнения фьючерса (январь — *F*, февраль — *G*, март — *H*, апрель — *J*, май — *K*, июнь — *M*, июль — *N*, август — *Q*, сентябрь — *U*, октябрь — *V*, ноябрь — *X*, декабрь — *Z*); *Y* — последняя цифра года исполнения фьючерса.

3. Базовый актив.

3.1. Базовым активом фьючерсов является бесцветный бриллиант весом 1 карат, цвет *G*, качество VS_2 , круглой огранки Кр-57, тип огранки А.

3.2. Лот по одному фьючерсу равен 2000 (двум тысячам) долларов США.

4. Торговые дни.

4.1. Торги по фьючерсам проводятся каждый рабочий день, если иное не установлено решением Правления ЗАО ММВБ.

4.2. Последним торговым днем фьючерса с определенным месяцем исполнения является день исполнения этого фьючерса.

4.3. Торговый день, следующий за днем исполнения определенной серии фьючерса, является первым торговым днем новой серии фьючерса.

4.4. Порядок допуска фьючерса к торгам, в том числе определения первого дня торгов фьючерсом, порядок прекращения допуска фьючерса к торгам и изменения параметров фьючерса определяется Внутренними документами Рынка.

5. Сроки исполнения.

5.1. Допускается обращение фьючерсов с исполнением в любой календарный месяц года.

5.2. Днем исполнения фьючерса с определенным месяцем исполнения считается 15-е (пятнадцатое) число этого месяца. Если данный день не является рабочим или в данный день не проводятся торги по инструменту на ETC, то днем исполнения фьючерса считается ближайший следующий рабочий день, в который будут проводиться торги по инструменту *Diam Brill* на ETC.

5.3. Если иное не установлено решением Правления ЗАО ММВБ, то одновременно проводятся торги фьючерсами с днями исполнения, приходящимися на 6 (шесть) ближайших месяцев исполнения, а также на 2 (два) следующих месяца, приходящихся на конец квартала (март, июнь, сентябрь, декабрь).

6. Порядок исполнения.

6.1. Фьючерсы являются фьючерсными контрактами без поставки и исполняются в соответствии с Внутренними документами Рынка и/или Внутренними документами Клиринговой организации.

6.2. Порядок определения размера обязательств, порядок исполнения обязательств, основания и порядок прекращения обязательств, а также ответственность сторон за неисполнение обязательств по фьючерсу определяются Внутренними документами Рынка и/или Внутренними документами Клиринговой организации.

7. Цена фьючерса — 115 000,000 руб.

7.1. Цена фьючерса устанавливается как количество рублей за один бриллиант с точностью до 0,0001 (одной десятитысячной) рубля.

8. Минимальное изменение цены и ее стоимостная оценка.

8.1. Минимальное изменение цены фьючерса составляет 0,0001 (одну десятитысячную) рубля.

8.2. Цена фьючерса может иметь значения, кратные минимальному изменению цены.

8.3. Стоимостная оценка минимального изменения цены равна 0,1 (одной десятой) рубля.

9. Окончательная расчетная (котировальная) цена.

9.1. Окончательной расчетной ценой для фьючерса с определенной датой исполнения является средневзвешенный курс по инструменту *Diam Brill_TOMI*, определенный в день исполнения фьючерса по итогам торгов на ETC по данному инструменту за период с 12:00 до 12:30 включительно.

9.2 Средневзвешенный курс по инструменту *Diam Brill_TOM* определяется с точностью до 0,0001 (одной десятитысячной) рубля за один доллар США. Округление производится по правилам математического округления. При этом под правилом математического округления понимается метод округления, при котором значение десятитысячных рубля не изменяется, если первая за округ-

гляемой цифра находится в интервале от 0 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если следующая цифра находится в интервале от 5 до 9.

10. Депозитная маржа.

10.1. Требования к размеру депозитной маржи по фьючерсу определяются в соответствии с Внутренними документами Клиринговой организации.

11. Вариационная маржа.

11.1. Размер вариационной маржи по фьючерсу определяется в соответствии с Внутренними документами Клиринговой организации.

12. Лимит изменения цены.

12.1. Значения лимита изменения цены по фьючерсу устанавливаются в соответствии с Внутренними документами Рынка и/или Внутренними документами Клиринговой организации.

13. Лимит на долю рынка.

13.1. Значения лимита на долю рынка по фьючерсу устанавливаются в соответствии с Внутренними документами Рынка и/или Внутренними документами Клиринговой организации.

14. Изменения и дополнения в спецификацию

14.1. Порядок внесения изменений и дополнений в настоящую Спецификацию фьючерса, а также порядок вступления в силу соответствующих изменений и дополнений определяются в соответствии с Внутренними документами биржи.

В данном случае необходимо остановиться на депозитной и вариационной марже по этому инструменту.

Исторически экономическая система сложилась так, что крупные финансовые игроки, оперирующие на англосаксонском рынке, поддерживали тенденцию к развитию финансовой системы с превалированием крупных или даже слишком крупных институциональных инвесторов, в настоящее время мы видим этому неоднократные подтверждения [182].

Структура международного финансового рынка предполагает большое количество пенсионных фондов, паевых инвестиционных фондов, страховых компаний, страховых фондов, транснациональных кредитных организаций. Эти организации должны эмитировать свои собственные ценные бумаги, с помощью чего повышать собственную и общую рыночную капитализацию.

Однако на мировом финансовом рынке присутствует иная тенденция. В континентальной Европе финансовая система и структурирование финансовых рынков больше подходят к предпочтению банковского заимствования. Одним из видов секьюритизации на рынке, особенно это было очевидно на финансовом рынке Японии, была тенденция по собственному займу. Такие займы технически осуществлялись посредством реализации на рынке капиталов собственных выпущенных ценных бумаг, вместо, например, получения займов у посредников финансового рынка [183]. Подобная экономическая политика не могла принести ничего, кроме нестабильности. По сути, на финансовом рынке строилась новая

финансовая пирамида. Вполне приемлемый и более безопасный способ получения займов у банков или иных финансовых посредников был проигнорирован. Впоследствии это привело к дестабилизации на финансовом рынке, сопровождавшейся банкротством ряда крупных компаний.

Более того, неправильное применение инструментов рынка финансовых производных, а иногда и злоупотребление ими сыграло неблагоприятную роль: фактически большинство деривативных схем в существующем облици использовалось не как фактор хеджирования, а как элемент спекуляции и дополнительной дестабилизации финансового рынка.

Резкий отход от традиционной системы рефинансирования стал одним из ключевых моментов при возникновении азиатского кризиса конца 1990-х гг. По мнению А. А. Суэтина, основной причиной кризиса стали так называемые кейтсу — огромные финансово-промышленные группы с главным банком в центре, который перераспределяет дешевые ресурсы не на основе рыночной конкуренции, а по критерию личных знакомств и связей, растрачивая таким образом сотни миллиардов долларов на нерентабельные грандиозные проекты [24, с. 84]. Влияние кейтсу на экономику видится столь значимым, что это также оказывает воздействие на финансовый рынок.

С одной стороны, кризис, при всех его отрицательных моментах, несколько оживил экономику и сделал более понятными экономические отношения в ряде рыночных экономик, в том числе азиатского профиля. Но ведь и до кризиса 1990-х гг. было известно, что существующий рыночный механизм функционирования экономики несовершенен, в частности далека от идеала система противоресов рыночного риска. Данная система в виде рынка финансовых производных, которая должна показывать продукт хеджирования (особенно в кризисные периоды), сама становится объектом «инфицирования».

Новые инструменты и технологии, применяемые на финансовых рынках, требуют принципиально новых решений в противовес тем процессам, которые мы наблюдаем на финансовых рынках в настоящее время. Речь идет о турбулентности финансовых потоков, даже о турбулентности в целом в финансах. Сейчас и в прошлом турбулентные явления были не редкостью для финансовых рынков [184, с. 485].

Турбулентность и финансовые рынки имеют фактически однородное притяжение. В этом есть безусловные плюсы, но и имеется и огромный минус — потенциальная неуправляемость финансовых потоков «горячих» денег. Эту неуправляемость можно сравнить с физическим процессом, который наблюдается в различных физических системах. В нашем случае существует принципиальное отличие: процесс неуправляемости «горячих» денег может быть при помощи определенных механизмов остановлен и приведен в стабильное состояние.

Взглянем пристально на процесс турбулентности на финансовых рынках. Физическое явление турбулентности можно описать как огромный импульс энергии, который вызывает глобальный отклик в системе. Проведем аналогию меж-

ду физикой и экономикой. Р. Мантенья и Г. Стенли отмечают, что потенциальная энергия аккумулируется в емкости с водой в виде последовательности волн меньшей амплитуды [58, с. 117]. На финансовых рынках подобные волны также могут возникать. Породить их способна информация от крупных участников рыночного процесса, например от государственных деятелей, если речь идет о мерах по избежанию дефолтных рисков, как это было в Греции [134].

Одним из постулатов фундаментального анализа является принцип воздействия на экономические процессы различных внешних факторов, не всегда вызванных рыночными законами, но имеющих существенное значение для рынка [185, с. 159]. Следовательно, фундаментальная информация способна вызывать турбулентные явления как на всем финансовом рынке, так и на отдельных его сегментах.

Понятие «турбулентность» наиболее подходит к изучению ценовых колебаний на финансовых рынках. Ценовые колебания — одно из самых опасных и непредсказуемых явлений на финансовых рынках, следовательно, средством против повышенной и внезапной турбулентности должен быть или инструмент, или механизм, противодействующий турбулентности на рынке. Например, можно ввести понятие «антитурбулентность» и предложить соответствующие экономические механизмы и инструменты.

В физике турбулентность является хорошо описанной, но фактически неразрешимой проблемой. В поиске подходов к решению задачи противодействия турбулентности можно исследовать простую физическую систему — воронку. Эта система прекрасно демонстрирует турбулентность жидкости, определяемую величиной кинетической вязкости ν , перемещающуюся со скоростью V в трубе диаметром L [58, с. 121]. Жидкость в данном потоке перемещается не только в горизонтальном, но и в вертикальном измерении. Сложность этого процесса характеризуется числом Рейнольдса, которое вычисляется по формуле:

$$R_e = \frac{LV}{\nu}. \quad (22)$$

Когда число Рейнольдса R_e достигает порогового значения, то жидкость переходит в сверхтурбулентное состояние, т.е. турбулентное состояние жидкой сферы. Однако, как указывал М. Сокольников в своей теории пространств, мир един и бесконечен, при этом принцип бесконечности соответствует математическому пределу функции [152, с. 7]. Следовательно, число Рейнольдса, представляя порог несжимаемости жидкости, есть не что иное, как совокупность изменения скоростей жидкости, зависящих от времени и наполнения запасов.

В 1823 г. М. Навье предположил, что его уравнение, имеющее зависимость от вектора скорости и времени, может описывать процессы полной турбулентности [186, с. 206]. Уравнение имело следующий вид:

$$\frac{\partial}{\partial t} \mathbf{v}_{(r)} + \left(\mathbf{v}_{(r)} \Delta \mathbf{v}_{(r)} \right) = -\Delta P + \Delta^2 \mathbf{v}_{(r)}, \quad (23)$$

Таким образом, $\Delta v_r = 0$, где $v_{(r)}$, представляется вектором скорости изменения жидкости в самом центре турбулентного процесса.

Позднее процесс турбулентности был достаточно полно исследован в 1941 г. русским физиком Колмогоровым, который показал, что в пределах бесконечных чисел Рейнольдса средний квадрат изменения скорости турбулентности вычисляется по следующему уравнению:

$$[\Delta v(l)]^2 = [v(r+l) - v(r)]^2. \quad (24)$$

В любой инерциальной области изменение вектора скорости турбулентного потока ведет себя следующим образом:

$$[\Delta v(l)]^2 \approx l^3. \quad (25)$$

Это означает, что в инерциальной системе при полностью развитой турбулентности скоростные изменения жидкости ведут себя очень прерывисто, при этом уровень прерывистости прямо пропорционален длине временного отрезка, в течение которого жидкость остается стабильной и не подверженной влиянию различных физических явлений.

Теперь спроецируем физическую теорию на финансовый рынок и поведение его сегментов. Напомним постулат М. Сокольникова о том, что мир един и бесконечен [152], на что указывал и В.В. Попков [187]. Следовательно, физические и экономические процессы имеют общую логику развития. Из этого следует вывод, что движения капитала на финансовом рынке могут регулироваться теми же законами, что и движение жидкости.

Для исследования турбулентности на финансовом рынке рассмотрим динамику изменения индекса $D\&J$ за шестимесячный период. В результате получим, что динамика цен изменялась согласно уравнению Рейнольдса, т.е. фактически мы нашли средний квадрат скорости. Точно такие же данные мы получили бы по изменению отдельных групп финансовых активов, в частности акций некоторых компаний.

Таким образом, мы имеем подтверждение того, что турбулентность существует и влияет на финансовый рынок.

Уравнение Рейнольдса описывает нестабильно развивающийся процесс. Добавим к нему в качестве стабилизатора процесс изменения финансового актива, который имеет реальную рыночную стоимость и обременен в конкретную физическую форму [188]. Предположим, что этот финансовый актив имеет тенденцию к постоянному росту, например, бриллианты высших качественных категорий массой 2–4 карата. Тогда получим следующую формулу:

$$[\Delta v(l)]^2 = [v(r+l) - v(r)]^2 + [e^{x+d} x_r]. \quad (26)$$

В этом случае второе слагаемое уравнения Рейнольдса будет базисным элементом, который устранил дисбаланс во всей системе финансового рынка.

Как видим, при идентичной временной корреляции введение только одного элемента в систему финансового рынка придало ему желаемую стабильность.

Итак, явление антитурбулентности — это экономический процесс, протекающий на финансовом рынке и не подверженный хаотичному изменению цен на активы, что препятствует разрушению и дестабилизации финансового рынка и других сопутствующих рынков.

Таким образом, стабилизация финансового рынка России непосредственно связана с установлением и нормализацией стабилизационных процессов.

4.3. Экономическая основа многоуровневых финансовых производных с «бриллиантовым» базисом

Рынок производных финансовых инструментов — относительно новый структурный элемент российского финансового рынка. По мнению А. Н. Буренина, вертикальный срез рыночной экономики представлен только двумя сегментами:

- спотовый рынок;
- срочный рынок [93].

Несмотря на простоту и непрезентабельность определений финансовых производных, этот рынок состоит в основном из срочных контрактов. Кроме того, данный рынок является весьма сложным и развитым функционирующим инструментом. На нем обращается множество финансовых инструментов. Функциональный спектр контрактов, которые обращаются на рынке, довольно велик и в действительности не сводится только к поставке реально произведенного продукта.

Рынок финансовых производных можно охарактеризовать весьма широким спектром торговых площадок и достаточно большим объемом сделок, происходящих на нем. Другой вопрос, который нас в данный момент интересует, — это инструментарий, обращающийся на рынке.

Так, по мнению Дж. Халла, с наступлением XXI в. возникла новая форма неолиберализма (которую можно назвать ультралиберальной монетаристской моделью), позволяющая с помощью виртуализации финансового капитала превращать рыночные отношения в искусственно культивируемый механизм неэквивалентного обмена во всем мире, за которым скрывается внеэкономическое принуждение, ведущее к ограблению целых стран и народов [189, с. 271].

В свою очередь, по мнению А. Н. Буренина, понятие «виртуализация» приобрело распространение на рубеже веков, а его первое упоминание было связано с инструментами, вводившимися в оборот еще в Древней Греции. Экономический смысл виртуализации можно объяснить тем, что происходит как бы подмена реальных ценностей виртуальными, несуществующими.

Таким образом организуется некий воображаемый мир, создаваемый сугубо искусственно, который как бы отрывает жизнь человека от реальной экономики, увеличивая его отдаление от реального сектора в экономике и повышая зависимость от данных, представляемых средствами массовой информации, в различной форме: виртуального продукта, виртуальной корпорации, виртуальных денег [189, с. 275].

Существует мнение, что виртуализация экономики имеет несколько форм, и одной из них стало появление рынка финансовых производных. Логика этой категории исследователей достаточно проста и она заключается в следующем: характеризуя виртуализацию, необходимо особое внимание обратить на перерождение виртуальной экономики в виртуальную экономику финансовых рынков, связанную с использованием производных финансовых инструментов, в частности деривативов.

Однако в данном споре не учитывается самый важный фактор: исходя из определения финансов мы можем сделать вывод, что это уже виртуальная категория, т. е. процесс перераспределения денежных средств априори не может носить материальный характер сродни производству, например, кирпича или иного продукта.

Кроме того, не следует забывать, что любой деривативный продукт получает свою стоимость от акции или иного финансового инструмента, который уже виртуализовался, так что если мы возьмем за основу эту формулировку, то останется загадкой, как может деривативный продукт, имеющий в своей базе, например, акцию, являющуюся тоже предметом виртуализации, вдруг мгновенно материализоваться. Таким образом, если несколько отойти от дискуссии по поводу фиктивности всей экономической системы, можно перейти к сути тех вещей, рассмотрение которых нам необходимо. Так, если далее исследовать лемму Ито, то можно прийти к выводу, что на любом рынке существуют как сверхстабильная, так и сверхнестабильная зоны. При этом стабильная зона может быть распространена на большую или меньшую часть рынка. В отношении стабильной зоны необходимо отметить, что она обеспечивает стабильность рынку.

Таким образом, необходимо достаточно четко ответить на три основополагающих вопроса:

- установить возможность существования в рамках процесса Ито базисного элемента, который показывал бы стабильное состояние на рынке;
- определиться с базисными понятиями, используемыми на рынке финансовых производных;
- вывести формулы финансовых производных нового типа, которые обладают стабилизирующим действием на рынке.

Рассматривая процесс Ито, мы пришли к выводу, что это на 100% стохастический процесс и что для изменения его сути необходимо добавить стабилизирующий элемент. Это также изменит, если полностью не дезавуирует, процесс дестабилизации рынка.

Процесс Ито можно разложить в следующей последовательности. В частности, можно интерпретировать лемму Ито как вполне естественное обобщение более простых результатов. Для этого нам необходимо рассмотреть функцию G .

Например, как известно, стоимость любого фондового (и не только) актива можно представить в виде функции, зависящей от базовой цены актива и времени изменения ценности актива. Если рассматривать более концептуально цену уже не базового, а виртуализированного актива, то проблема виртуализации финансовых активов представляется очень важной и имеющей большое значение, по мнению некоторых ученых это стало одной из причин финансового кризиса [190]. Однако возвращаясь к нашему исследованию, рассмотрим непрерывную и дифференцируемую функцию G , всецело зависящую от переменной x . Если G — это результат деятельности на финансовом рынке, то ΔG — это, соответственно, малое изменение функции G . Если это так, то, используя классический математический анализ, мы можем следующим образом разложить составляющую ΔG [191, с. 163]:

$$\Delta G = \frac{dG}{dt} \Delta x. \quad (27)$$

Таким образом, величина любого финансового актива, имеющего более или менее реальный базисный элемент ΔG , приблизительно равна скорости изменения G , умноженной на приращение переменной x . Ошибка этого равенства по теории Ито прямо пропорциональна величине Δx^2 . Если это так, то любой финансовый актив для большей точности можно представить в виде последовательности сообразно последовательности ряда Тейлора:

$$\Delta G \frac{dG}{dx} \Delta x + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 G}{\partial x^2} \Delta x^2 + \frac{1}{6} \frac{\partial^3 G}{\partial x^3} \Delta x^3 + \dots \quad (28)$$

Аналогичным образом мы можем построить ряд Тейлора и для двух переменных Δx и Δy , принципиального мы ничего не получили бы, просто конечным уравнением стало бы выведение не односложного, а многосложного (двухкомпонентного) уравнения изменения функции доходности, т. е. dG , в данном варианте с двумя членами — это вышло бы следующим образом:

$$dG \frac{\partial G}{\partial x} d + \frac{\partial G}{\partial y} d^2. \quad (29)$$

Следовательно, если обобщим все полученные данные, то придем к выводу, что dx остается в поле стохастического влияния и не может быть рассмотрен как надежный и стабилизируемый факторный элемент, который зависит от любого изменения t . Процесс, только что рассмотренный нами в очередной раз, и представляется нестабильным процессом на финансовом рынке, доказательство этой

нестабильности мы наблюдали недавно [192]. Для того чтобы избежать подобных тенденций на финансовом рынке, нам необходимо ввести на одном из сегментов рынка «сверхстабильный» элемент, цена которого была бы вне подобной зависимости от dX и dt . В нашем варианте таким элементом вполне может стать сегмент рынка тезавраций. По нашему мнению, бриллианты или изумруды массой более 1,5–2,0 карата вполне бы могли стать таким обеспечением. Предположим, что мы вводим на рынок финансовых производных обеспечение в виде некоего гаранта исполнения обязательств по производным финансовым инструментам. В этом случае dG и dt приобретают новые свойства, в частности свойства, назовем их так, сверхстабилизации. Суть сверхстабилизации в том, что при любом изменении t все остается неизменным; как следствие, dG стремится к постоянному стабильному продолжению своего роста вне зависимости от каких-либо колебаний на рынке и фактически переходит в G_n . Принципиальным отличием первого от второго является то, что dG — это функция, которая представляется результатом броуновского движения на рынке, которое, как правило, мало чем ограничивается. В случае же с G_n мы имеем дело с трендовым направлением движения рыночной функции, базисом которой являются финансовые производные, закрепленные за драгоценными камнями. При такой диспозиции процесс Ито мы можем изложить в несколько другой плоскости.

Например, если ранее изменение переменной dx мы записали в виде:

$$d_t = d_t(x) d_t + b(x) d_t, \quad (30)$$

то при использовании производных с «бриллиантовым» базисом мы получим несколько иную формулу:

$$d_t = d \left(x_i \frac{1}{t} \right) d + b \left(x_j \frac{1}{t} \right) d_t. \quad (31)$$

Это впоследствии приведет к перестройке всего уравнения Ито с условиями «бриллиантового» базиса:

$$G_n = \frac{\partial G}{\partial x} d_t + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 G}{\partial^2 x} d^2 x + \frac{\partial^2 G}{\partial x \partial t} dx \frac{1}{(r_t - 1)t} + \frac{1}{2\partial} \frac{\partial^2 G}{2\partial(r_t - 1)t^2} + \dots \quad (32)$$

Данная последовательность в итоге может быть преобразована в ряд Фибоначчи, который будет иметь свой определенный предел приращения [193, с. 19].

Таким образом, мы получили общее уравнение стабилизации финансового рынка с использованием «бриллиантового» базиса. В общем «бриллиантовый» базис формулы предполагает минимальное изменение значения t на любом участке. Для инвестора это означает, что стоимость его актива уже не будет представлять собой dG , а превратится в сверхзащищенные активы G_n . Более подробно об активах рынка финансовых производных, имеющих «бриллиантовый» базис, мы будем вести разговор далее.

Так, около 75% всех производных финансовых инструментов представляют гибридные вариации следующих финансовых производных.

Практически все три варианта имеют много схожих моментов в процессе ценообразования, но с позиции хеджирования лучше рассмотреть вариант, когда форвардный контракт приносит определенный доход. Необходимо отметить, что в этом случае мы коснемся сразу нескольких областей срочного рынка [194].

Для цены биржевого контракта мы получаем следующую ценовую модель:

$$F = Se^{(r-q)Pt}, \quad (33)$$

где S — спот-цена активов в текущий момент времени t ; T — дата поставки активов; r — безрисковая процентная ставка на срок $(T - t)$ лет при непрерывном начислении; q — постоянная дивидендная доходность.

Однако, как уже ранее было отмечено, r из безрисковой процентной ставки может легко превратиться в сверхрисковую в случае колебаний, например, на ссудном рынке. В этом случае $r = \sum r_n$, где r_n — совокупность возможных процентных ставок, изменяющихся согласно стохастическим правилам.

Предположим, что мы вводим такое понятие, как «бриллиантовый» базис в отношении форвардных контрактов, по экономической сути это будет означать стабильный актив, введение которого будет постоянно вести к планомерному увеличению стоимости форвардного контракта на величину dx и некоторому изменению временного фактора, т. е. замене t на $1/t$. В частности, dx будет представлено в виде укрепления базисного актива, а $1/t$ будет представлено интервалом времени, в течение которого возможно изменение цены «бриллиантового» базиса. В частности, о подобной структуре рынок давно сигнализирует всеми возможными методами [195].

Мы можем привести две основные формулы для форвардных контрактов: для длинных и коротких позиций¹.

Так, с условием введения «бриллиантового» базиса формула будет выглядеть следующим образом:

$$F = St^{(r+t)} \left(\frac{SF_t^1}{t} \right). \quad (34)$$

Приведем примеры формул для форвардных контрактов для длинных и коротких позиций:

$$F = Se^{(r-dt)} \left(\frac{TF_t^1}{t} \right) - Ke^{(qr-d)} \left(\frac{TF_t^1}{t} \right), \quad (35)$$

$$f_{kp} = Se^{(qr-dk)} \left(\frac{TF_t^1}{t} \right) - Ke^{(r-q-dk)} \left(\frac{TF_t^1}{t} \right), \quad (36)$$

где K — цена исполнения сделки.

¹ В фьючерсном контракте сторона, которая согласилась в будущем приобрести актив, занимает длинную позицию, а сторона, которая приняла решение продать актив, — короткую.

Эти формулы действуют для валютного рынка, и если рассчитать по ним, например, шестимесячную фьючерсную цену английского фунта, при текущем обменном курсе, равном 1,83, а безрисковых процентных ставках в США и Англии, равных 6 и 4%, то курс бриллиантов с характеристиками выше среднего и массой 2,0–4,0 карата не подвергся бы дюрации более 1%. Аналогичная ситуация может наблюдаться и на других рынках, где применяется схема взаимоотношений на фьючерсных рынках. Фьючерсный рынок представляет собой один из видов совокупности форвардных сделок.

Таким образом, фьючерсный актив с «бриллиантовым» базисом можно представить в виде следующей пропорциональной формулы:

$$f_{\text{базовая}} = Se^{(r-q-dx)\left(\frac{T}{t}\right)} - Ke^{(q-r-dx)\left(\frac{T}{t}\right)}, \quad (37)$$

где n — количественный состав или увеличенное стоимостное выражение драгоценных камней, входящих в «бриллиантовый» базис.

Кроме того, заключение фьючерсных контрактов может происходить на условиях, идентичных условиям фьючерсных контрактов, это даже очевидно наблюдается из определения фьючерсного контракта. В частности, фьючерсным контрактом уже является договорное обязательство, которое по своей как экономической, так и юридической природе является договором — идентичным видом обязательства. Следовательно, базовая формула для введения в оборот такого стабилизирующего фактора, как «бриллиантовый» базис, вполне применима и для фьючерсных контрактов. Несмотря на такое универсальное свойство, для фьючерсных контрактов может быть уместна и несколько иная формула.

При этом, по мнению В. Е. Барбаумова, для одного и того же актива может существовать одновременно две цены: форвардная и фьючерсная. Будем считать это особенностью рынка финансовых производных [92, с. 134]. Однако это действительно при следующих условиях:

- 1) отсутствуют трансакционные расходы и налоги;
- 2) на фьючерсном рынке инвесторы могут занимать длинные и короткие позиции на любые количества активов, но иногда существуют и ограничения в рамках биржевой торговли;
- 3) все инвесторы обладают достаточным капиталом (или кредитом), чтобы выполнить в случае необходимости все требования по марже;
- 4) отсутствуют прибыльные арбитражные возможности;
- 5) существует безрисковая процентная ставка, причем она одинакова для всех сроков и не меняется во времени.

Именно вследствие перечисленных причин цены на форвардных и фьючерсных позициях должны совпадать. Если внимательнее посмотреть на перечисленные условия, то мы увидим, что для рынка важен определенный стабилизирующий фактор, который и позволит ценам находиться в стабильном положении. Введение «бриллиантового» базиса стабилизирует положение и по-

зволит заменить практически все перечисленные факторы, стремящиеся к нестабильности.

Введение «бриллиантового» базиса позволит вывести самостоятельную формулу фьючерсного контракта с «бриллиантовым» базисом.

На рынке фьючерсных контрактов также имеет место следующее равенство:

$$F = ES_t e^{(r-te)(F_t)}, \quad (38)$$

где F — фьючерсная цена активов на момент времени t ; T — дата поставки активов; ES_t — ожидаемая спот-цена активов на дату поставки активов; r — ожи-

даемая доходность рассматриваемых активов за период от t до T .

В целом приведенное равенство нам показывает, что на фьючерсном рынке активы во многих случаях могут служить оценкой ожидаемой в будущем спот-цены в отношении данных инструментов. Например, если финансовые активы будут резко положительно или отрицательно коррелировать с рыночными показателями, то фьючерсная цена данных активов будет либо меньше, либо больше ожидаемой спот-цены. В этом случае мы опять сталкиваемся с проблемой неопределенности и, как следствие, с проблемой дестабилизации рынка финансовых производных и всего финансового рынка.

Однако если мы введем понятие «бриллиантового «базиса, т. е. некоего актива в виде драгоценного камня, цена на которые не может так быстро изменяться, то по аналогии с форвардной ценой, мы получим следующую формулу:

$$F = ES_t e^{(r-t-e)\left(F_t^1\right)}. \quad (39)$$

В данном случае мы получим стабильно предсказуемую цену, которая не будет изменяться согласно стохастическому закону, а будет лишь стабилизировать рынок финансовых производных. Экономическое значение степенного множителя в этом случае будет полностью идентичным значению в формуле форвардного контракта, предложенной ранее (рынок получает практически стабильную возможность развития фьючерсного рынка в концепции G_n). Подобным образом будут изменяться формы фьючерсных контрактов на фондовые индексы и иные пространственные финансовые инструменты. В частности, это фьючерсные контракты на фондовые индексы или иные не существующие в реальности финансовые активы. В данном случае «бриллиантовый» базис будет играть роль двойного обеспечения.

Опционом (*option*) можно назвать обусловленное договорное соглашение для одной из сторон выбрать способ, объем исполнения обязательства или отказаться от его исполнения при оговоренных обстоятельствах. За полученное право выбора покупатель опциона оплачивает продавцу некоторое вознаграждение, называемое премией. При этом продавец опциона обязан исполнить контрактное обязательство, если держатель решает его исполнить. Подобное соглашение, под-

готовленное его продавцом, предлагает покупателю право (но не обязательство) либо заказать поставку определенных ценных бумаг в течение указанного периода (например, последующих восьми месяцев), либо поставить ценные бумаги или иные финансовые инструменты продавцу опциона на момент окончания действия опционного соглашения или рассматриваемого временного периода. Существует два основных типа опциона: «на покупку» (опцион колл), который дает право держателю купить предмет торга — финансовый актив, и опцион, который дает право держателю купить рассматриваемый актив «на продажу».

Более того, практически все опционы можно разделить на три категории: опцион «в денежном эквиваленте», опцион «при денежном эквиваленте» (т. е. при немедленном исполнении, что выразится в нулевом притоке средств для опциона, так как цена исполнения для обоих видов опционов будет равна текущей стоимости), также применяется и опцион «без денег» (в случае его немедленного исполнения сделка приведет инвестора к денежным расходам). Опционная торговля представляется одной из наиболее развитых форм, позволяющих нарастить большую долю спекулятивного капитала, что, несомненно, отражается и на торговых балансах ведущих стран мира, в том числе на их валютной политике [196].

В случае с опционами как с американским, так и с европейским типом мы вынуждены несколько разделить свою тактику. Например, рассмотрим случаи с европейскими опционами. Для того чтобы приступить к анализу данного вида финансовых производных, необходимо сделать некоторые вводные (условия):

а) рынки, на которых происходят торговые сделки, близки к совершенным, т. е. к ним применимы следующие пропорции: рынки должны отвечать признакам совершенства (отсутствуют транзакционные расходы и налоги; ни один инвестор, покупая или продавая активы, не может повлиять на цены; разрешены короткие продажи);

б) участники рынка могут неограниченно кредитовать или занимать деньги под одну и ту же безрисковую ставку r (при непрерывном начислении);

в) по форвардным сделкам отсутствует кредитный риск;

г) отсутствуют прибыльные арбитражные возможности, т. е. нельзя получить безрисковый доход за счет разницы цен на активы.

Кроме того, следует учитывать дополнительные обстоятельства:

— существует возможность брать ссуды или кредитовать под соответствующую (по срокам) безрисковую процентную ставку;

— отсутствуют прибыльные арбитражные возможности.

Таким образом, обычная формула для европейских опционов будет выглядеть следующим образом:

$$c - p = S - D - Xe^{r(Ft)}, \quad (40)$$

где c и p — стоимость текущих европейских опционов, соответственно «колл» и «пут», на одни и те же активы с ценой исполнения X при дате исполнения T

(имеет место некий паритет цен, который может быть в крайне редких случаях); t — текущий момент времени; S — стоимость базисных активов в момент t ; D — приведенное значение доходов, поступающих от активов за время от t до T ; r — безрисковая процентная ставка при непрерывном начислении по инвестициям на $(T - t)$ лет.

В целом данная формула, как и формула для американских опционов, не учитывает нестабильность рынка, типичным примером может служить ситуация, складывающаяся сейчас в еврозоне, где немалую роль нестабильности добавляют именно финансовые производные подобного рода [197]. Как уже ранее говорилось, во многих формулах, описывающих финансовые производные, мы не встречаем основного — того, что может и должно принести стабильность на рынок, т. е. мы не видим, как опционы могут стабилизировать положение на рынке. Для стабилизации рынка нам необходимо ввести значение некой функциональной производной, которая бы стабилизировала весь рынок как при помощи европейских, так и при помощи американских опционов. Таким стабилизатором должен стать «бриллиантовый» базис, который как раз вписывается в построение концепции G_n . В этом случае мы вводим формулу «бриллиантового» стабилизатора как фактора торможения и стабилизации стохастических процессов dx (стоимостное выражение «бриллиантового» стабилизатора).

Формула должна выглядеть следующим образом:

$$c - p \frac{1}{dt} = S - Ddx - Xe^{-r\left(t-\frac{1}{T}\right)}. \quad (41)$$

В таком случае мы получаем общее уравнение для опционов, содержащих «бриллиантовый» базис, который будет всегда стабилизировать контракт и неким образом «привязывать» его к стабильному базису ценовой характеристики драгоценного камня. Это, безусловно, снизит возможности для арбитражных сделок с данным активом, но зато позволит сверхстабилизировать хеджирующий инструмент на финансовом рынке и создаст стабильный инструмент, не изменяющийся в цене даже в относительно короткие сроки.

Таким образом, одним из основных, если не самым главным фактором на рынке, которые приведут к стабилизации, является стабильное развитие рынка финансовых производных, которые должны базироваться на самовозрастающей цене драгоценных камней, формирующих «бриллиантовый» базис, хеджирующих практически все риски инвестора и при этом уменьшающих риск самопроизвольного увеличения арбитражных операций.

Однако прежде чем использовать все перечисленные методы и способы регулирования финансового рынка, т. е. непосредственно применять концепцию стабилизации рынка, необходимо провести предварительное тестирование финансового рынка. Для этой цели вполне подходит предлагаемый коэффициент детоксикации:

$$k(f) = \left\{ \frac{\sqrt[2]{f_{n1} + f_{n2} + f_{n3} \dots + f_{n(n+1)}}}{K_{n1} + K_{n2} + K_{n3} + \dots + K_{n(n+1)}} + \varepsilon_i \right\} \times 100 \%, \quad (42)$$

где $k(f)$ — коэффициент детоксикации финансовых активов; f_{n1} — объем «токсичных» активов на рынке капиталов; f_{n2} — объем «токсичных» активов на ссудном рынке; f_{n3} — объем «токсичных» активов на фондовом рынке; $f_{n(n+1)}$ — объем «токсичных» активов на определенном сегменте финансового рынка; K_{n1} — объем «незараженных» активов на рынке капиталов; K_{n2} — объем «незараженных» активов на ссудном рынке; K_{n3} — объем «незараженных» активов на фондовом рынке; $K_{n(n+1)}$ — объем «незараженных» активов на определенном сегменте финансового рынка; ε_i — среднее квадратичное отклонение по активам используемых финансовых рынков.

В данном случае коэффициент детоксикации представляется неким индикатором, при помощи которого можно определить, насколько финансовый рынок или некий его сегмент подвержен влиянию нестабильности и появлению дефолтных составляющих. Коэффициент показывает отношение объема «токсичных» активов на финансовом рынке (финансовых рынках) к совокупности «нетоксичных», не подверженных «заражению» финансовых активов. Объем активов по каждому рынку должен применяться в сопоставимых единицах измерения — долларах США (миллионах, миллиардах долларов США). Для того чтобы значение предлагаемого индекса соответствовало истинному положению дел на финансовом рынке, в формулу было включено значение среднего квадратичного отклонения.

Коэффициент детоксикации изменяется в пределах от 0 до 100%. В кризисных ситуациях, при обилии дефолтов может наблюдаться повышение коэффициента детоксикации до 150%. При этом возникает справедливый вопрос: какие активы могут быть причислены к числу «токсичных». Мы считаем «токсичными» активы, по которым хотя бы раз было не исполнено в срок обязательство. Например, применительно к ссудному рынку к категории «токсичных» активов можно отнести ссуду, по которой хотя бы раз в течение срока обязательства был произведен несвоевременный платеж; в отношении фондового рынка «токсичным» активом может служить, например, облигация, по которой эмитент хотя бы раз не исполнил обязательство либо в отношении которой существует реальная возможность, что эмитент не выполнит свои обязательства перед кредиторами (об этом, в частности, может свидетельствовать понижение рейтинга ценной бумаги на один пункт).

Таким образом, коэффициент детоксикации может изменяться в следующих пределах:

- при значении коэффициента 0–20% можно говорить о довольно стабильном состоянии финансового рынка, при этом концепция стабилизации может не применяться вообще либо могут быть применены отдельные ее компоненты;
- если значение коэффициента равно 21–50%, то имеет место пограничная ситуация, при которой количество дефолтов компаний на 5–10% меньше количества;

— при значении предлагаемого коэффициента 51–69% мы имеем значительные объемы «токсичных» активов, что непосредственно предполагает применение концепции стабилизации, так как финансовый рынок нестабилен;

— при значении коэффициента 70–90% мы видим предкризисное состояние финансового рынка, что свидетельствует о насыщенности «токсичными» активами;

— при значении коэффициента 91–100% наблюдается ситуация дефолта на финансовом рынке; в данном случае концепция стабилизации незамедлительно должна быть применена.

В настоящее время коэффициент детоксикации финансового рынка Российской Федерации, согласно нашим расчетам, равен 65%, что свидетельствует о необходимости применения рассматриваемого коэффициента.

Так, концепция развития поведения финансового рынка должна строиться на новой трактовке уравнения Ито. Это и есть один из способов развития финансового рынка, который принесет долгожданную стабилизацию. При этом следует отметить, что предложенная шкала отражает уровень возрастания энтропийных (S) процессов на рынке 0–1. Таким образом, в работе рассмотрены основные и ключевые базисные финансовые производные, все остальные следует рассматривать как функцию от перечисленных инструментов.

Для того чтобы раскрыть понятие роли межгосударственного регулирования в условиях стабилизации финансового рынка, следует немного вернуться в историю и посмотреть на те финансовые институты, которые созданы, их функциональную принадлежность и, разумеется, попробовать сопоставить с теми, которые мы имеем в настоящее время и в каком направлении следует двигаться далее.

Как известно, в настоящее время наиболее влиятельными и лоббистскими являются несколько организаций в мировом пространстве, одна из них — это Международный валютный фонд (МВФ). Фонд начал свою работу в 1946 г., и его создание было плодом договоренности на Бреттон-Вудской конференции, на которой, помимо МВФ, в 1944 г. в Бреттон-Вудсе было принято немало судьбоносных решений, но решение о создании МВФ, думается, должно стать одним из самых важных.

МВФ наиболее активно регулировал мировую финансовую систему, это полностью и всецело распространялось на валютный, кредитный, инвестиционный и политический секторы. Безусловно, необходимо сразу сделать некоторую корректировку о том, что регулирование политического сектора не входило в официальные планы и намерения функциональности МВФ. Однако события последних дней свидетельствуют о том, что мера воздействия МВФ на экономику любой из стран, которая имела с данной организацией неравноценные отношения, касалась именно политических моментов. Типичный пример можно привести из недавней действительности — проблема еврозоны и выделения траншевых платежей для Греции [198].

Кроме того, не стоит забывать, что МВФ с определенной периодичностью, начиная с 1946 г. и фактически до 1971 г., т. е. до отказа от золотодевизного стан-

дарта, который был установлен как раз в 1946 г., проводил кредитование, опираясь на соотношение золотого девиза, установленного в 1946 г. Предметом договоренности, заключавшим в себе основной элемент золотодевизного стандарта, бесспорно, следует считать «жесткую» привязку доллара к золоту из расчета 35 долл. США соответствует стоимости тройской унции. В свое время, да и в наши дни в американском правосудии неоднократно поднимался вопрос о целесообразности подобной системы и о соответствии ее конституционным законодательным актам США, но вопрос все-таки был решен в пользу доллара [199].

Кроме того, многие статьи Бреттон-Вудского соглашения отводили золоту одно из первостепенных значений. К сожалению, монетарные власти США на протяжении всего этого времени проводили политику демонетизации золота из оборота. Это было вполне объяснимо, но для страны, которая заместила в международных расчетах английский фунт долларом, инфляционная проблема видится несколько в другом ракурсе, т. е. чтобы «удержать» золото, которое уже стало вполне ликвидным биржевым товаром в установленных Бреттон-Вудсом жестком коридоре, необходимы сверхмеры инфляционного таргетирования, которыми США не владели ни в середине прошлого столетия, ни тем более не обладают сейчас.

Однако, несмотря на все эти объективные экономические факторы, в соответствии с разделом III Устава МВФ каждая страна должна была уплатить золотом взнос в размере 25% квоты либо 10% официальных золотодолларовых резервов в зависимости от того, какая величина меньше. Так, согласно данной норме МВФ имеет право использовать имеющиеся у него запасы золота для пополнения своих резервов, что, безусловно, повышает капитализацию и ликвидность самого фонда.

Практически все страны — участницы Бреттон-Вудского соглашения несли обязательство выражать паритеты своих валют в определенном количестве золота. В частности, фиксированное золотое содержание имела единица СДР. Например, статья IV Соглашения МВФ не позволяла странам-членам покупать золото по цене выше паритета и подавать его по цене ниже паритета плюс-минус определенные допустимые пределы отклонений.

Как известно, роль доллара США как международного резервного платежного средства обеспечивались обязательством США конвертировать доллар в золото по официальной цене — 35 долл. за тройскую унцию.

Однако первым шагом к демонетизации золота и устранения его с базиса мирового стабилизатора и меры обеспечения мировой валюты стало прекращение США в 1971 г. продажи золота за доллары, принадлежащие официальным денежным властям других стран. Вообще существует мнение, что до этого момента, имея официальный запрет на приобретение золота, США через другие страны или вообще через частных лиц проводили политику скупки золота по всему миру.

Несмотря на все эти шаги Бреттон-Вудская система обеспечивала стабильность практически всему миру. Всем были известны «правила игры», которые никто кар-

динально не менял. Вследствие данных действий и возникла неопределенность на финансовом рынке, что повлекло создание дополнительных средств хеджирования рисков, одним из которых был и остается рынок финансовых производных.

История дальнейшего развития рынка золота позволяет говорить о его сверхликвидности и некоторой стабильности при инвестировании в металл.

К сожалению, с 1978 г. вступила в силу новая редакция устава МВФ, все это произошло после Ямайской валютной конференции, когда было принято положение, что члены Фонда не могут использовать золото в качестве основы для расчета паритетов своих собственных валют. Это сильно ослабило валютный рынок. Следовательно, фактически был завершен последний этап демонетизации золота из мировой валютной системы. Кроме того, было упразднено золотое содержание доллара США в СДР.

Согласно нынешней редакции устава Фонда взнос членом золотом в размере 25 % квоты был заменен взносом СДР и конвертируемых валют. В этой части золотые запасы Фонда были возвращены странам по его официальной цене в обмен на их рыночное содержание валютных резервов.

Кроме того, необходимо особо отметить заявление Б. Клинтона, сделанное в конце 1990-х гг., согласно которому Фонд оставшиеся 2/3 своих золотых резервов продал в 1999 г. на аукционе в пользу развивающихся стран. Только по странному стечению обстоятельств до развивающихся стран золотой металл так и не дошел. Собственность на львиную часть золота перешла к членам Лондонского клуба пяти фирм¹, который был образован в 1919 г. Зачастую участники рынка называли членов этого Клуба золотыми брокерами Лондона (*London Billion Brokers*). В основном в Клуб входили крупнейшие банковские структуры мирового масштаба, хотя и сейчас этот принцип остался практически неизменным [200, с. 438]. В частности, в Лондонский клуб пяти фирм входили компании: «Ротшильд и сыновья», «Сэмюэль Монтегю», «Рипаблик Мейз оф Лондон», «Стандарт Чартетаред Бэнк Макката групп», «Дойче Шарпе Пикслей» [201, с. 389]. Говоря о данной организации, необходимо отметить ее роль в контроле и активных действиях по фактическому выводу золота из монетарного оборота, что и следует отнести к одному из неблагоприятных факторов для дестабилизации положения на финансовом рынке.

В настоящее время мы видим определенный результат этой не совсем дальновидной политики. На рынке сейчас действительно существует несколько центров торговли золотом. Более того, разделение золотого рынка на несколько полюсов принесло как свои плюсы, так и безусловные минусы. Запущен механизм виртуализации не только финансовой системы, но и всей экономики с присущей ей нестабильностью.

В настоящее время наиболее действенным механизмом представляется ранее описанный механизм компенсационных мер, осуществляемых МВФ. В частности, он состоит из следующих процедур:

¹ Лондонский клуб пяти фирм не следует путать с Лондонским клубом кредиторов, это совершенно разные организации, преследующие разные цели в своей деятельности.

1) механизм компенсационного и чрезвычайного финансирования, предназначенного для кредитования стран, у которых дефицит платежного баланса вызван временными и внешними, не зависящими от них причинами (стихийные бедствия, непредвиденное падение мировых цен — в особенности это касается стран с ресурсно-ориентированной экономикой, введение различных протекционистских мер);

2) механизм финансирования буферных резервов (запасов), созданный в 1969 г. с целью оказания помощи странам, участвующим в образовании запасов товаров в соответствии с международными товарными соглашениями, если это ухудшает их платежные балансы, при этом лимит квоты составляет — 35 % квоты;

3) функционирование механизма системных (структурных) преобразований, введенного в 1993 г. как временный специальный механизм с целью оказания поддержки странам, осуществляющим переход от плановой экономики к рыночной. В этом случае помощь обязательно оказывается странам, которые сталкиваются с резким ухудшением состояния платежных балансов вследствие перехода к многосторонней внешней торговле, основанной на принципах рынка и не способных в то же время выполнять жесткие требования МВФ;

4) дополнительный резервный механизм, введенный в 1997 г. для предоставления средств государствам-участникам, которые испытывают «исключительные» трудности с платежным балансом и остро нуждаются в крупном краткосрочном кредите вследствие потери доверия к национальной валюте, что вызывает «бегство» капиталов и уменьшение официальных резервов страны. В таком случае кредитование в рамках МВФ будет производиться посредством выделения дополнительных траншей, для рамок договоренностей о кредитах *standby* или о расширенном кредитовании. Положительный момент такого кредитования в том, что они могут производиться не ограниченное лимитами время и в любых размерах;

5) чрезвычайные кредитные линии, действующие с 1998 г. Подобные кредитные линии Фонд открывает странам, которые сталкиваются с угрозами близко надвигающегося кризиса платежного баланса, вследствие возможного негативного воздействия подобной ситуации на сбалансированность международного финансового рынка. Экономическая сущность данного кредита представляется в том, что он содержит предупредительный, регулирующий характер. Необходимые денежные средства в виде валюты страна может получить не после, а несколько задолго до наступления кризисных явлений в экономике. Однако основным условием получения такой формы помощи от Фонда должно стать активное проведение антикризисной политики. Механизм чрезвычайных кредитов достаточно «жестко» не регламентирован на уровне документов Фонда, но погашение подобных кредитов предполагается в течение 1–1,5 года [202].

Безусловно, помимо всех вышеперечисленных мер регулирования финансового рынка, на уровне Фонда разработана программа кредитования беднейших стран. Однако, даже рассмотрев основные методы регулирования финансового

рынка, мы приходим к выводу, что деятельность Фонда направлена на целевое воздействие отдельных страновых субъектов экономики. В сферу деятельности Фонда не входит воздействие на отдельные сферы финансового рынка с целью их стабилизации. В данном случае Фонд принимает меры к стабилизации ситуации в отдельно взятом субъекте экономики и, как следствие, стабилизирует, в том числе и кризисные явления на территории «проблемной» страны [203, с. 123].

Другой, не менее значимой организацией является Банк международных расчетов. Кроме того, в связи с последствиями мирового кризиса возникла необходимость регулировать и балансировать международные расчеты, принимать решения по кредитным рейтингам стран, частично управлять финансовыми рисками в целях их балансирования на международном финансовом рынке.

Данная организация была создана на базе межправительственного Гаагского соглашения шести наиболее развитых стран (Бельгии, Англии, ФРГ, Италии, Нидерландов и Франции), вместе со всеми перечисленными государствами конвенцию подписала Швейцария. Само соглашение было подписано на территории швейцарского города Базеля.

Базельское соглашение (как и практически любое из трех ныне существующих) было сконструировано в форме акционерного общества, но его основная функция — «регулятор регулирующих» [204, с. 63].

Наряду с этой основной рассматриваемый Банк выполняет следующие функции:

- 1) содействует сотрудничеству между центральными банками и обеспечивает благоприятные условия для совершения операций на международном финансовом рынке;
- 2) играет роль банка-агента или банка-депозитария при проведении операций стран-членов на международном финансовом рынке;
- 3) регулирует финансовые риски и определяет независимые международные кредитные рейтинги стран-участниц;
- 4) регулирует депозитарно-ссудные операции со странами-членами;
- 5) ведет прием правительственных вкладов по особым соглашениям;
- 6) осуществляет операции с валютой и ценными бумагами;
- 7) осуществляет операции по купле-продаже золота;
- 8) осуществляет операции на международном финансовом рынке (всех секторах) в качестве агента или корреспондента центральных банков;
- 9) заключает соглашения с центральными банками о взаимном регулировании финансовых рисков и управление ими в рамках мирового и национальных финансовых рынков.

Конечно, рассмотренный финансовый институт представляется куда более рыночным механизмом для регулирования экономической ситуации на финансовом рынке. Более того, Банк, исходя из его функционала, не может напрямую регулировать финансовый рынок, но двойная роль банка позволяет ему косвенно влиять на рыночные процессы на финансовом рынке. В частности, косвенное

влияние может быть направленно на достижение стабилизации на финансовом рынке. Против этого постулата вряд ли что-то можно возразить. Однако формы достижения данной стабилизации могут быть различными.

В предыдущих главах работы рассматривался вопрос о стабилизации финансового рынка посредством укрепления рынка финансовых производных и поддержки концепции G_n , установление и поддержание подобной концепции возможно только при введении «бриллиантового» базиса. Однако экономическая сущность «бриллиантового» базиса предполагает аккумуляцию драгоценных камней, чем с успехом и будет заниматься Банк, это будет одна из его функциональных обязанностей с целью поддержания стабильности на финансовом рынке.

Таким образом, изменение функциональных особенностей Банка международных расчетов позволит стабилизировать положение на финансовом рынке. В случае невозможности достижения договоренностей по данному вопросу с другими участниками мирового финансового рынка предлагается сформировать организацию, в прямые обязанности которой входило бы отслеживание соответствия «бриллиантового» базиса объему контрактов, которые заключаются на рынке финансовых производных.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Поддержание стабильного состояния экономики, ее планомерное развитие — первостепенные задачи регулирования государством экономики и отдельных ее институтов. Не является исключением в этом плане и финансовый рынок. Однако если рассмотреть ситуацию шире, то мы приходим к выводу, что подобные вопросы следует отнести к области макроэкономики, поэтому задачи, решаемые в их рамках, также могут быть отнесены к задачам по поддержанию макроэкономического равновесия [205, с. 89]. Любое государство располагает массой разнообразных инструментов для установления стабильности и дальнейшего ее поддержания. Однако в нашем случае очень сложно, практически невозможно не просто достичь цели стабилизации положения экономики, а удержать данное положение в течение довольно продолжительного отрезка времени. И действительно, в практике развития глобальной экономики это невозможно [206, с. 267], хотя начать с отдельно взятого рынка, думается, следует. Вопрос стабильности и нестабильности в общей экономической обстановке видится очень спорным. Даже при таких неблагоприятных процессах, как инфляция или дефляция, вопрос о стабилизации положения будет стоять на самом важном месте, что, в частности, доказывается постоянными кризисными явлениями в экономике (они не могут быть расценены как полное расшатывание экономики). Последствия такого положения дел предсказал еще М. Мандельбаум в своей монографии по перспективам развития постсоветской экономической системы [207, с. 56].

Крайне сложно, практически невозможно добиться двух взаимоисключающих целей: во-первых, поддерживать макроэкономическое равновесие при хаотичном развитии рынков, а во-вторых, стимулировать экономический рост государственной системы, рост инвестиций.

В этом случае проблема стабилизации и динамического роста — это вопросы, имеющие постоянную актуальность не только для российской, но и для мировой экономики; умелое балансирование на грани стабилизации и роста представляет собой искусство управления экономикой в государстве. Новые подтверждения этого мы постоянно получаем из стран Западной Европы [208].

Следовательно, мы можем прийти к вполне закономерному выводу, что поддержание обоих указанных элементов в том состоянии, в котором они сейчас находятся, физически невозможно. Пока экономическая наука не придумала некий универсальный механизм, удовлетворяющий одновременно обоим этим требованиям.

В настоящее время стабилизация на рынках видится куда более приоритетной задачей, чем гипертрофированный рост экономики. Если это так, то мы сразу обращаем внимание на сферы, которые не просто стабилизировали бы ситуацию, а были бы призваны обеспечить стабильный рост при определенных условиях.

В данном случае именно этот рынок будет тем факторным элементом, который должен стать стабилизатором положения. Естественно, финансовый рынок можно разделить или разграничить по определенным секторам, к которым и следует применять меры стабилизации.

Как уже было отмечено ранее, многие методы воздействия на рынок, которые носят прогосударственный динамический характер, не имеют должного эффекта. Например, как отмечает А. Н. Буренин, достижение динамического равновесия на финансовом рынке достаточно проблематично, так как используемые методы кредитно-денежной и фискальной политики не носят характера плавного воздействия на экономику, а обладают прежде всего «импульсными» характеристиками, осуществляют как единое «перемещение» экономики в новые качественные условия, которые были определены количественными мероприятиями [209, с. 324]. В частности, это касается повышения или понижения процентных ставок на ссудном рынке. Более того, реакция на данные мероприятия имеет весьма ограниченный и временный характер. Это и обусловило недостаточную эффективность подобных мер в период финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг.

В современной экономике данная тенденция должна быть сама заложена как первооснова рынком, только в этом случае мы получим вполне работоспособный и приемлемый механизм.

При решении вопроса о стабильности на финансовом рынке мы должны довольно четко представлять, что это предполагает решение комплексной задачи, в которую вовлечены как рыночные субъекты, так и регулирующие органы. В частности, несмотря на всю важность вопроса развития экономики, при становлении и организации ее механизма следует говорить о механизме, который в границах (рамках) каждого отдельного рынка должен построить некий саморегулируемый механизм, снабженный системой самоконтроля.

Остановимся на вопросе о том, что является главным для человека, что будет для большинства людей иметь одно из первостепенных значений. Разумеется, это условия стабильного характера развития экономики. Это важно и для предпринимателя, и для обычного человека. Стабильность — вот один из краеугольных камней жизни любого человеческого общества, мы можем даже представить, что это будет новый шаг, новая тенденция в развитии теории А. Маслоу. Это связано с тем, что экономическая деятельность человека, по большей своей части ориентирована на будущее. Деятельность хозяйствующих субъектов — юридических лиц — также направлена на будущее. Еще в XVIII в. ученый С. Савиньи обосновал «теорию фикции», в соответствии с которой юридического лица, как такового не существует — это фикция, а в реальном мире существует совокупность физических лиц, которые и образуют юридическое лицо, и занимаются фактически от его имени деятельностью, направленной на извлечение прибыли или на достижение какой-либо другой цели [210, с. 287].

Таким образом, мы можем сделать вывод, что цели деятельности хозяйствующих субъектов ориентированы в большей своей части на будущее. Можно также

отметить, что цели юридических лиц, имеющие преимущественно коммерческий характер, базируются на ожиданиях будущих условий хозяйствования.

Кроме того, современная теория вероятностей и весь известный нам математический аппарат не могут предложить полностью удовлетворяющую потребностям формулу, предвидящую будущие события — таков пока уровень развития современной математической науки. Более того, в социальном плане практически невозможно дать более или менее вероятностный концептуальный прогноз предвидения будущего [211, с. 10]. Так, имеет непосредственное значение тот вид деятельности, который пытаются прогнозировать, например, аналитические и статистические службы. В частности, в ряде случаев именно ожидания потребителей могут являться следствием изменения статистических закономерностей.

Чем более отдаленную перспективу мы пытаемся спрогнозировать, тем менее вероятный вариант мы в итоге получаем, в таком случае весь процесс прогнозирования будущей экономической ситуации напоминает идею *GiGo* — «мусор на входе — мусор на выходе». В нашей ситуации при малом количестве входных данных и их разобщенности мы можем получить совершенно нелепый и неверный ответ.

Любая экономическая деятельность — это по своей сути продукт, ориентированный на будущее потребление, который изготовлен и представлен согласно ожиданиям потребителей. Если сделать более глубокий вывод, то проблема экономики может быть сведена к управлению ожиданиями потребителей, или контрагентов. Данная схема действует практически на всех видах рынков, в том числе финансовом. Проблема поддержания равновесия может быть с определенными усилиями сведена к удержанию рынка в равновесном состоянии. Конечно, в полностью равновесном состоянии мы не сможем удержать рынок, но поддерживать динамическое состояние макроэкономического равновесия на финансовом рынке — это вполне решаемая задача [212].

Одним из действенных и приемлемых способов является новая конструкция сегмента финансового рынка или, как сейчас мы его можем назвать, рынок финансовых производных. Например, если новая структура рынка финансовых производных (а это касается как биржевого, так и внебиржевого сегмента) будет плавно влиять на ожидания участников рынка, изменять их, внося тем самым коррективы в динамику экономического развития, то отчасти будет решена и проблема динамической макроэкономической устойчивости. В данном случае речь идет именно о предсказуемости и дальнейшем развитии рынка финансовых производных, который уже будет построен на концепции G_n , т. е. на «бриллиантовом» обеспечении, которое будет основой стабилизационной системы всего рынка финансовых производных. Это внесет основной элемент стабилизации на финансовый рынок в связи со следующими основаниями.

Рынок финансовых производных основан на ожиданиях изменения или стабилизации цен на активы. Кроме того, он уже сейчас формирует не просто некий профиль или структуру будущего рынка, он вносит элемент доверия будущей стабилизации. Безусловно, в последнее время этот рынок скорее служил источни-

ком дестабилизации, но в том виде, в котором предлагается изменить и внести коррективы на рассматриваемом рынке, мы получим сверхстабильный элемент структуры финансового рынка.

Не стоит забывать, какое положение занимает рынок финансовых производных: он находится не в вертикальном, а в горизонтальном положении, т. е. все его инструменты прямо или косвенно настроены на хеджирование рисков, возникающих на практически всех структурных элементах, входящих в финансовый рынок.

В рамках существующего финансового рынка сложился достаточно мощный элементный базисный рынок, который опирается на ожидания будущей конъюнктуры, — это рынок финансовых производных. В современных условиях данный рынок стал источником «инфицирования» для всего финансового рынка. В случае изменения его структуры и введения «бриллиантового» базиса ситуация кардинально изменится, что позволит стабилизировать «горячие» капиталы, которые присутствуют на данном рынке в избытке.

При помощи предлагаемой структуры рынка финансовых производных мы предлагаем к развитию новую модель экономики, которая основана на нескольких постулатах.

Во-первых, модель стабильного развития экономики базируется на внедрении концепции «бриллиантового стандарта», что позволяет построить систему защиты предпринимателей от будущих рисков и послужит обеспечением их стабильного финансового положения.

Во-вторых, рынок финансовых производных представляется более гибким явлением, который сможет структурировать более безрисковую модель экономического развития общества.

В-третьих, рынок финансовых производных и срочный рынок в его составе создадут защитную систему хеджирования всей экономики, в том числе от финансовых кризисов, в частности кризисов ликвидности.

Таким образом, создание новой системы финансовых производных, применяющих в качестве основы «бриллиантовый» базис, принесет стабильность финансовому рынку в любое время.

**РАСЧЕТ ДОХОДНОСТИ
ПРИ УЧЕТЕ МЕРЫ СЛУЧАЙНОГО БЛУЖДЕНИЯ
НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

$$E(x_i x_j) = \sigma_{ij} s^2.$$

Таблица П. 1

**Расчет доходности при учете меры случайного блуждания
на финансовом рынке (2010–2018 гг.)¹**

Сегмент финансового рынка	Ковариация σ_{ij}	Размер случайного шага s^2	Уровень стохастичности (дезорганизации рынка) $\Delta\varphi^1$
Фондовый рынок	0,1–0,005	0,01–0,001	0,01–0,00006
Рынок капитала	0,2–0,04	0,10–0,001	0,70–0,000000567
Ссудный рынок	0,1–0,02	0,001–0,0004	0,03–0,0005
Страховой рынок	0,128–0,1	1,296–10,457	0,1–0,004
Рынок драгоценных камней	0,0000672– 0,000000432	0,10–0,000623	0,000004390– 0,000000079000321
Рынок золота	0,015–0,0004591	0,01–0,001	0,003–0,00004520
Рынок тезавраций	0,010–0,0001453	0,05–0,000352	0,0231–0,00005291

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Gem Pundit URL: <https://www.gempundit.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Центральный Банк России URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021).

Из таблицы П. 1 видно, что наиболее стабильно, даже по сравнению с рынком золота, ведет себя рынок драгоценных камней: его стохастичность (мера дезорганизации рынка) находится на самом низком уровне, что говорит о его стабилизации даже в условиях волатильности.

¹ $\Delta\varphi$ означает отношение ковариации к величине случайного шага, взвешенного на уровень регрессии по соответствующему рынку.

**РАСЧЕТ ДИСПЕРСИИ СЛУЧАЙНОГО БЛУЖДЕНИЯ ЦЕН
НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ**

$$E(x^2(t)) = rs^2 = \frac{s\Delta tn}{n} t .$$

Таблица П. 2

Дисперсия случайного блуждания цен на финансовом рынке (2009–2019 гг.)

Сегмент финансового рынка	Доходность финансового актива в период протекания стохастического процесса $E\{x^2(t)\}E\{x^2(t)\}, \%$	Степень блуждания (отклонения цены от предыдущего значения) $\frac{s\Delta tn}{n}$	Временной интервал t , ч
Фондовый рынок	0–9	0–2,666	24
Рынок капитала	0–7	0–3,428	24
Ссудный рынок	0–8	0–3,000	24
Страховой рынок	0–3	0–8,000	24
Рынок драгоценных камней	0–25	0,96	24
Рынок золота	0–11	0–2,18	24
Рынок тезавраций	0–16	0–1,50	24

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Gem Pundit URL: <https://www.gempundit.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Центральный Банк России URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021).

Из таблицы П. 2 следует, что уровень блуждания цен на рынке драгоценных камней имеет наименьшее значение, что позволяет предположить, что именно драгоценные камни способны стать фундаментом для построения будущей системы стабилизации на финансовом рынке.

ВОЛАТИЛЬНОСТЬ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

$$\frac{dPdy}{P} = \frac{(G_n y - Gy^2)[(1+y)^{r+1}(1+y)] - rF}{(Gy)[(1+y)^{r+1} - (1+y)] + F(1+y)}$$

Таблица П. 3

Уровень волатильности финансовых активов (2008–2018 гг.)

Сегмент финансового рынка	Уровень волатильности	Приведенная стоимость, млн руб.	Первоначальная стоимость, млн руб.
Фондовый рынок	1,24	67 898 946	45 265 964,00
Рынок капитала	1,36	79 743 563	58 634 972,79
Ссудный рынок	1,18	89 563 425	74 636 187,50
Страховой рынок	1,15	54 382 191	47 288 861,74
Рынок драгоценных камней	0,35	3 467 839	9 908 111,43
Рынок золота	1,01	29 765 843	14 882 921,50
Рынок тезавраций	0,98	33 233 682	4 974 810,07

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа. URL: <https://www.moex.com/>(дата обращения: 13.07.2021); Gem Pundit URL: <https://www.gempundit.com/>(дата обращения: 13.07.2021); Центральный Банк России URL: <http://www.cbr.ru/>(дата обращения: 13.07.2021).

Из таблицы П. 3 следует, что наиболее волатильны активы рынка капитала, наименее волатильны активы рынка драгоценных камней.

**НЕПРЕРЫВНО НАЧИСЛЯЕМЫЙ ПРОЦЕНТ
В ОТНОШЕНИИ РАЗЛИЧНЫХ ФИНАНСОВЫХ
ПРОИЗВОДНЫХ**

$$r = rln\left(1 + \frac{r_i}{n}\right)$$

Таблица П. 4

**Непрерывно начисляемый процент
по различным финансовым производным в период 2008–2018 гг.**

Финансовая производная	Непрерывно начисляемый процент $r, \%$
Форвардная сделка	5–15
Фьючерсная сделка	5–10
Своп	3–8
Опцион	3–9
Кредитный дериватив	4–10
Иные кредитные финансовые производные	5–35
Иные внебиржевые финансовые производные	4–40

Примечание. Рассчитано автором по данным: Huge Domains. URL: https://www.hugedomains.com/domain_profile.cfm?d=danynet&e=com (дата обращения: 13.07.2021). Приводятся приблизительные данные по типам финансовых производных, а не по конкретным инструментам.

**ИЗМЕНЕНИЕ ЦЕН ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ
ПРИ ПРИМЕНЕНИИ ПРОЦЕССА ИТО**

$$x_t = x_0 + \int_0^t d(x,s)ds + \int_0^t b(x,s)d_s;$$

$$dx_t = a(x,t)dt + b(x_t)td_t;$$

$$dx_t = a_t dt + b_t dW_t.$$

Таблица П. 5

**Изменение цен финансовых активов при применении процесса Ито
(середина 2021 г.)**

Сегмент финансового рынка	b_t	d_t	a_t	$b_t dW_t$
Фондовый рынок	0,0005382	1,68	0,12	1,56
Рынок капитала	0,0009543	2,09	0,15	1,94
Ссудный рынок	0,0009829	2,25	0,11	2,14
Страховой рынок	0,0005376	3,24	0,09	3,15
Рынок драгоценных камней	0,00000126	5,67	0,00067	5,67
Рынок золота	0,00000345	3,81	0,09	3,72
Рынок тезавраций	0,00000589	3,01	0,00451	2,96

Примечание. Рассчитано автором по данным: Московская Биржа URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 13.07.2021); Gem Pundit. URL: <https://www.gempundit.com/>; Центральный Банк России. URL: <http://www.cbr.ru/> (дата обращения: 13.07.2021).

Как видим, наиболее умеренно и стабильно процесс Ито протекает на рынке драгоценных камней.

СПИСОК БИБЛИОГРАФИЧЕСКИХ ССЫЛОК

1. Куракин Р.С. Фондовый рынок Франции. М. : ИНФРА-М ; Научная мысль, 2012. 78 с.
2. Begg D., Fischer S., Dornbusch R. Economics. McGraw-Hill, 1991. 251 p.
3. Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. М. : GELEOS PublishingHouse ; Капитал Трейд Компани, 2011. 480 с.
4. Горловская И. Г. Теория и методология исследования РЦБ-услуг. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2009. 194 с.
5. Tobin J. Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Controls // The American Economic Review. 1963. Vol. LIII. № 2. P. 368–400.
6. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. М. : Политиздат. 1973. Т. 1, кн. 1. 907 с.
7. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты / под ред. Г. Н. Белоглазовой, Л. П. Кроливецкой. СПб. : Питер, 2013. 384 с.
8. Алёхин Б. И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М. : Финансы и статистика, 1991. 160 с.
9. Хмыз О. В. Международный рынок капиталов. М. : Приор, 2002. 464 с.
10. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М. : Финансы и статистика, 1992. 352 с.
11. Михайлова Е. В. Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). СПб. : СПбУЭФ, 1992. 173 с.
12. Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок. М. : Моск. гос. открытый ун-т, Ин-т экономики и права, 1994. 170 с.
13. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М. : Альпина, 2012. 638 с.
14. Финансы / В. М. Родионова [и др.]. М. : Финансы и статистика, 1995. 430 с.
15. Рынок ценных бумаг / под ред. Е. Ф. Жукова. 3-е изд., перераб. и доп. М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2009. 567 с.
16. О драгоценных металлах и драгоценных камнях: Федер. закон Рос. Федерации от 26 марта 1998 г. N 41-ФЗ : принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 4 марта 1998 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 12 марта 1998 г. // СЗ РФ. 1998. № 13. ст. 1463.

17. Финансы / Галанов В. А. [и др.] ; под ред. С. И. Лушина, В. А. Слепова. М. : Экономистъ, 2003. 682 с.
18. Акбердина Р. А. Инвестиции требуют новых методов управления капиталом // Научные труды профессоров Уральского института экономики, управления и права. Екатеринбург, 2005. Вып. 2. С. 3–7.
19. Лаврентьев М. Все на выход // Финанс, 2007. № 32. С. 16–25.
20. Голицын Ю. Черные дни Петербургской биржи // Эксперт, 2009. № 1. С. 40–42.
21. Основы государственного регулирования финансового рынка / А. Рот [и др.]. М. : Нью-Йоркская фондовая биржа; Московская межбанковская валютная биржа, 2003. 523 с.
22. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М. : ИНФРА-М, 2004. 270 с.
23. Роузфилд С. Сравнительная экономика стран мира: культура, богатство и власть в XXI в. М. : РОССПЭН, 2004. 432 с.
24. Суэтин А. А. Международный финансовый рынок. М. : Кнорус, 2009. 264 с.
25. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М. : ИНФРА-М, 2001. 1028 с.
26. Лялин С. В. Корпоративные облигации: мировой опыт и российские перспективы. М. : ДЭКС-ПРЕСС, 2002. 336 с.
27. Кейнс Дж. М. Трактат о денежной реформе. М. : Высшая школа, 1993. 451 с.
28. Шумпетер Й. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. М.: Эксмо, 2007. 864 с.
29. Бем-Баверк О. Избранные труды о ценности, проценте и капитале. М. : Эксмо, 2009. 912 с.
30. Eichengreen V. Financial crises and what to do about them. Oxford University Press, 2002. 267 p.
31. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2008. 192 с.
32. Финансы / Белозеров С. А. [и др.] ; под ред. В. В. Ковалёва. М. : Проспект, 2003. 634 с.
33. Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма. М. : Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2011. 480 с.

34. Боткин О. И. Финансовые проблемы реформирования российской экономики. Ижевск : РАН. Уральское отделение института экономики, 1997. 38 с.
35. Мартин Г. П. Западная глобализации: атака на процветание и демократию. М. : Альпина, 2001. 335 с.
36. The global economy in transition. Harlow : Longman, 1996. 342 p.
37. Якимкин В. Н. Сегментация финансового рынка. М. : Омега-Л, 2006. 656 с.
38. Кузнецова Л. Г. Экспликация деривативов в пространстве рыночной экономики // Управление риском. 2006. № 1 (37). С. 18–24.
39. Analyses et documents économiques. 1998. № 74. P. 90. URL: <https://studylibfr.com/doc/4356174/analyse-et-documents-%C3%A9conomiques-ihs-cgt> (дата обращения: 20.07.2021).
40. Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. М. : ИНФРА-М, 2014. 972 с.
41. Heffernan S., Sinclair P. Modern international economics. Oxford, 1990. 334 p.
42. Гэлбрейт Дж. К. Новое индустриальное общество. М. : Эксмо, 2008. 1200 с.
43. Bubble Warning // The Economist. 2020. January 9–15. P. 9.
44. Мау В. А. Государство и экономика: опыт экономической политики. М.: Дело, 2010. Т. 1. 711 с.
45. Гришина О. А., Звонова Е. А. Регулирование мирового финансового рынка: теория, практика, инструменты. М. : Инфра-М, 2010. 410 с.
46. Деньги. Кредит. Банки / А. Ю. Казак [и др.] ; под ред. А. Ю. Казака, М. С. Марамыгина. М. : Экономистъ, 2007. 656 с.
47. Всемирная история / под ред. Ю. В. Францевой [и др.]. М. : Госполитиздат, 1956. Т. 1. 747 с.
48. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. М. : Эксмо, 2007. 960 с.
49. Маркс К. Капитал: в общедоступной обработке Ю. Бюрхардта. М. : ЛИБРОКОМ, 2010. 432 с.
50. Гринин Л. Е., Коротаев А. В. Глобальный кризис в ретроспективе. Краткая история подъемов и кризисов: от Ликурга до Алана Гринспена / отв. ред С. Ю. Малков. М. : ЛИБРОКОМ, 2010. 336 с.
51. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И. В. Галкин, А. В. Комов, Ю. С. Сизов, С. Д. Чижов. М. : Экономика, 1998. 222 с.

52. Коркин В. М. Ссудный рынок России. М. : Экзамен, 2001. 320 с.
53. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России) : Федер. закон Рос. Федерации от 10 июля 2002 г. N 86-ФЗ: принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 27 июня 2002 г.: одобр. Советом Федерации Федер. Собр. Рос. Федерации 27 июня 2002 г. // ФЗ РФ. 2002. № 28. ст. 2790.
54. Эффективный рынок капитала: экономический либерализм и государственное регулирование. В 2 т. Т. 2. М. : Наука, 2004. 646 с.
55. Трунин П. В., Князев Д. А., Кудюкина Е. А. Анализ факторов динамики обменного курса рубля. М. : Институт Гайдара, 2010. 68 с.
56. Большой экономический словарь / под ред. А. Н. Азрилияна. М. : Институт новой экономики, 2004. 1376 с.
57. Селищев А. С., Селищев Н. А., Селищев А. А. Финансовые рынки и институты Китая. М. : ИНФРА-М, 2016. 258 с.
58. Мантеня Р. Н., Стенли Г. Ю. Введение в эконофизику: корреляция и сложность в финансах. М. : ЛИБРОКОМ, 2009. 192 с.
59. Bennett D. I'll my robots talk to your robots // Bloomberg Business Week. 2011. February 21–27. P. 51–56.
60. Torres C. The fed's A-team hunts for signs of risk // Bloomberg Business Week. 2020. February 21–27. P. 15–16.
61. Талев Н. Н. Черный лебедь. Под знаком непредсказуемости. М. : КоЛиБри, Албука-Аттикус, 2011. 528 с.
62. Gart J. Home truth // The Economist. 2018. March 5–11. P. 17–19.
63. What's Wrong with America's economy? // The Economist. 2020. April/May 6. P. 11–12.
64. Пыткин А. Н., Зике Р. В. Банковские риски и новые требования к организации банковского надзора // Российское предпринимательство. 2013. № 14. С. 65–70.
65. Сенчагов В. К. Экономика, финансы, цены: эволюция, трансформация, безопасность. М. : АНКИЛ, 2010. 1120 с.
66. Люу Ю.-Д. Методы и алгоритмы финансовой математики. М. : БИНОМ. Лаборатория знаний, 2007. 751 с.
67. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэл Д. У. Финансовые институты, рынки, деньги / пер. с англ. СПб. : Питер, 2000. 544 с.
68. Тихонов Р. Ю., Тихонов Ю. Р. Фондовый рынок. Минск : Амалфея, 2000. 224 с.

69. Бригхем Ю., Гапенски Л. Финансовый менеджмент. Полный курс / пер. с англ. под ред. В. В. Ковалёва. СПб. : Экономическая школа, 2004. Т. 1. 497 с.
70. Шапкин А. С., Шапкин В. А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. М. : Дашков и К°, 2008. 544 с.
71. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. М. : Альпина, 2006. 1234 с.
72. Bachelier L. Théorie de la spéculation // Annales scientifiques de l'École normale supérieure. 1990. Vol. 3, № 17. P. 21–86.
73. Самуэльсон П. О чем думают экономисты: беседы с нобелевскими лауреатами / под ред. П. Самуэльсона, У. Бернетта. М. : Альпина Паблишер, 2017. 490 с.
74. Дорждеев А. В. Риски долговых обязательств как объект управления // Управление риском. 2008. № 3 (47). С. 2–9.
75. Бронштейн Е. М., Куреленкова Ю. В. Оптимизация портфеля ценных бумаг на основе комплексных мер риска // Управление риском. 2008. № 4 (48). С. 14–22.
76. Садченко К. В. Законы экономической эволюции. М. : Дело и сервис, 2007. 272 с.
77. Мазелис Л. С., Белов С. Б. Анализ финансовых рисков хозяйствующих субъектов с учетом реакции рынка // Управление риском. 2007. № 1. С. 20–25.
78. Краев А. О., Коньков И. Н., Малеев П. Ю. Рынок долговых ценных бумаг : учеб. пособие для вузов. М. : Экзамен, 2002. 511 с.
79. Большая советская энциклопедия / глав. ред. А. М. Прохоров. М. : Советская энциклопедия, 1971. Т. 5. 71 с.
80. Финансовые инструменты / под ред. Ф. Дж. Фабоцци [и др.]. М. : Эксмо, 2010. 864 с.
81. Давыдова Л. В., Гордина В. В. Консолидация в банковском секторе России: современное состояние и перспективы // Финансы и кредит. 2011. № 9 (441). С. 8–13.
82. Аскинадзи В. М., Максимова В. Ф., Петров В. С. Инвестиционное дело. М. : Маркет ДС, 2010. 512 с.
83. Unfinished business // The Economist. 2020. May 14–20. P. 17–18.
84. Скатерщиков С. Искусство альтернативных инвестиций: где искать двузначный уровень доходности на арт-рынке? // Рынок ценных бумаг. 2011. № 3. С. 18–23.
85. Кудинова М. М. Российские и зарубежные рынки ценных бумаг: проблемы и взаимодействия : Дис. ... канд. экон. наук. М., 2005. 217 с.

86. Наумов А. А., Досуужева Е. Е. К задаче оценивания областей приемлемых значений рисков экономических систем // Управление риском. 2010. № 1 (53). С. 20–25.

87. Мануйленко В. В. Развитие моделей оценки капитала под операционный риск: проблемы и перспективы // Финансы и кредит. 2011. № 11 (443). С. 15–24.

88. Финансово-кредитный экономический словарь / под общ. ред. А. Г. Грязновой. М. : Финансы и статистика, 2002. 1168 с.

89. Pandit stakes Citi's future on emerging markets // Bloomberg Businessweek. 2011. March 21–27. P. 49–55.

90. Тобин Дж. Денежная политика и экономический рост. М. : ЛИБРОКОМ, 2010. 272 с.

91. Khintchine A. Ya. Zur. Theorie der unbescharkt teilbaren Verteilungsgesetze // Rec. Math (Mat. Sbornik). 1937. № 3. P. 79–119.

92. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / В. Е. Барбаумов [и др.] ; под ред. А. А. Лобанова, А. В. Чугунова. М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. 878 с.

93. Буренин А. Н. Рынки производных финансовых инструментов. М. : ИНФРА-М, 1996. 368 с.

94. Хикс Дж. Стоимость и капитал. М. : ИНФРА-М, 1998. 507 с.

95. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. М. : Эксмо, 2007. 960 с.

96. Вирт М. История торговых кризисов в Европе и Америке. М. : Знание, 1977. 733 с.

97. Трофименко С. Срочный рынок в электроэнергетике — партнер государства? // Рынок ценных бумаг. 2011. № 4. С. 22–24.

98. International capital markets. Developments, prospects and policy issues. IMF, 1994. P. 10–32.

99. Андреев А. Срочный рынок США: особенности, тенденции, перспективы // Рынок ценных бумаг. 2011. № 4. С. 25–26.

100. Киселёв М. В. Российский рынок срочных финансовых инструментов: проблемы и перспективы развития : Дис. ... д-ра экон. наук. Саратов, 2010. 390 с.

101. Нечаев М. Особенности управления рисками на биржевом срочном товарном рынке // Рынок ценных бумаг. 2011. № 4. С. 20–21.

102. Деривативы / науч. ред. В. Ионов. М. : Альпина Паблишерс, 2002. 208 с.

103. Темишев М. Х. Кредитные деривативы как метод управления кредитным риском : автореф. дис. ... канд. экон. наук. М. : 2007. 31 с.

104. Колб У.Р. Финансовые деривативы. М. : Филинь, 1997. 360 с.
105. Фельдман А. Современный экономический кризис и производные финансовые инструменты // Вопросы экономики. 2009. № 5. С. 59–68.
106. The redistribution of hope // The Economist. 2020. December 18–31. P. 13–14.
107. Still crazy after all these yields // The Economist. 2019. November 13–19. P. 81–88.
108. Левина Е. Маленькие и нужные // Вестник НАУФОР. 2010. № 10. / С. 15–21.
109. Израйлевич С., Цудикман В. Опционы: системный подход к инвестициям. Критерии оценки и методы анализа торговых возможностей. М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. 280 с.
110. Алексашенко С. Кризис-2008: пора ставить диагноз // Вопросы экономики. 2008. № 11. С. 25–37.
111. Большая советская энциклопедия / под ред. А. М. Прохорова. М. : Советская энциклопедия, 1971. Т. 20. С. 588.
112. Большая советская энциклопедия / под ред. А. М. Прохорова. М. : Советская энциклопедия, 1971. Т. 24. Кн. 1. С. 598.
113. Золотогоров В.Г. Экономика. Энциклопедический словарь. Минск : Интерпрес сервис ; М. : Книжный дом, 2003. 720 с.
114. Большая экономическая энциклопедия / отв. ред. В. А. Кременюк. М. : Эксмо, 2008. 816 с.
115. Авдашева С. Б, Розанова Н.М. Анализ структур товарных рынков: экономическая теория и практика России. М. : ТЕИС, 1998. 133 с.
116. Пасс К., Лоуз Б., Дэвис Л. Словарь по экономике / пер. с англ. под ред. П. А. Ватника. СПб. : Высшая школа, 2004. 752 с.
117. Epping R. C. A beginner's guide to the world economy. New York : Vintage Books, 1992. 153 p.
118. Adiad A. Early warning systems // IMF Research. 2003. Vol. 4 (June), № 2. P. 1–7.
119. The US economy's 'you first' problem // Bloomberg BusinessWeek. 2019. June 6–12. P. 15–23.
120. Economics focus: pride or profit // The Economist. 2011. June 11–17. P. 72.
121. Crisis over? Not just yet // Business Week. European Edition. 2004. July 26/ August 2. P. 42–43.

122. Sure, go after your broker — if you kept good notes // *Business Week. European Edition*. 2003. May 12. P. 35–39.
123. Adams W.J. *Restructuring the French economy: government and the rise of market competition since World War II*. Baltimore, 1989. 400 p.
124. Апокин А. Ю. Обзоры основных тенденций в мировой экономике и перспективы на 2019–2020 гг. // *Банковское дело*. 2018. № 6 (210). С. 6–11.
125. Галанов В. А. *Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы*. М. : Финансы и статистика, 2002. 372 с.
126. Суэтин А. Структурный расцвет финансовых рынков // *Вопросы экономики*. 2010. № 12. С. 59–69.
127. Fontaine P. *Europe in ten points*. Luxembourg : European Documentation, 1995. 46 p.
128. Friedman M. *Capitalism and freedom*. Chicago : University Press, 1982. 202 p.
129. Fridson M. S. *Investment illusions: a savvy Wall Street Pro explodes popular misconceptions about the markets*. Wiley & Sons, 1993. 230 p.
130. *Grossing traffic* // *The Economist*. 2019. May 28/June 3. P. 67–68.
131. Литовченко Л. Метод Маркса (публикация В. Телицина) // *Вопросы экономики*. 2008. № 9. С. 98–122.
132. *Философский словарь* / А. В. Адо [и др.] ; под ред. И. Т. Фролова. М. : Политиздат, 1981. 456 с.
133. *The test of time* // *The Economist*. 2019. June 11–17. P. 16.
134. *If Greece goes* // *The Economist*. 2019. June 25/July 1. P. 13.
135. Портер М. *Конкуренция*. М. : Вильямс, 2001. 495 с.
136. Coy P. *Opening Remarks: How to Save Greece* // *Bloomberg Businessweek*. 2011. June 27/July 3. P. 8–9.
137. *Finance for growth: National Westminster Bank PLC / Mergers, Acquisitions and Alternative Corporate Strategies; Property* by E. E. Surveyors. L. : Mercury Books Division of W. H. Allen & Co. Plc., 1989. 174 p.
138. Calverly J., Datta T., Iversen et al I. *Finance and the international economy* / ed. by R. O'Brien. Oxford : University Press, 1991. 161 p.
139. Григорьев Л., Иващенко А. *Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций* // *Вопросы экономики*. 2011. № 6. С. 4–42.
140. Фабозци Ф. Дж. *Управление инвестициями*. М. : ИНФРА-М, 2000. 932 с.

141. Шмелёв В. В. Глобализация мировых валютно-финансовых рынков : монография / В. В. Шмелёв, О. В. Хмыз. М.: Проспект, 2010. 200 с.
142. Исхаков, П. Ю. Таргетирование инфляции: pro et contra // Банковские услуги. 2011. № 5. С. 13–19.
143. Вовченко Н. Г., Ефременко И. Н., Горбачева О. А. Влияние финансовой глобализации на трансформацию банковской системы России // Банковское дело. 2019. № 12 (192). С. 44–53.
144. Moynihan's full // The Economist. 2020. April 17–23. P. 67–68.
145. Лушин В. Реакция на кризис и ее последствия для реального сектора российской экономики // Вопросы экономики. 2011. № 1. С. 39–50.
146. Иванов Л. Экономика России в 2010 г.: предварительные оценки // Экономист. 2011. № 1. С. 9–27.
147. Чиркова Е. В. Анатомия финансового пузыря. М. : Кейс, 2010. 416 с.
148. Киндлбергер Ч., Алибер Р. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи : [пер. с англ.]. СПб. : Питер, 2010. 544 с.
149. Глушенкова М. Табель о рисках // Коммерсантъ деньги. 2011. № 23 (380). С. 16–19.
150. Government and economies in postwar world. Economic policies and comparative performance / ed. by A. Graham, A. Seldon. L. : Routledge, 1990. 332 p.
151. Fifty years of the deutsche mark. Oxford University Press, 1999. 836 p.
152. Сокольников М. Теория пространства. Реж : Лазурь, 2002. 79 с.
153. First, the good news // The Economist. 2019. August 1, 7. P. 23–24.
154. Сорос Дж. Алхимия финансов / [пер. с англ. Т. С. Аристова ; науч. ред. Ф. В. Широков]. М. : ИНФРА-М, 2001. 416 с.
155. Rulers of last resort // The Economist. 2019. July 25–31. P. 12.
156. In defense of the dismal science // The Economist. 2019. August 8–14. P. 63.
157. What went wrong with economics // The Economist. 2018. August 18–24. P. 11–12.
158. Testing the Model // The Economist. 2018. July 11–17. P. 64–65.
159. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / [пер. с англ. К. Вагнер]. М. : Манн, Иванов и Фербер, 2008. 192 с.
160. Маркс К., Энгельс Ф. Соч.: [в 50 т.]. 2-е изд. М. : Политиздат, 1955. 698 с.
161. Dornbusch R., Fisher S. Macroeconomics. McGraw-Hill, 1990. 827 p.

162. Сорос Дж. Сорос о Соросе. Опережая перемены / [пер. с англ. Т. С. Аристова]. М. : ИНФРА-М, 1996. 336 с.
163. Игнатова Т. В., Болдырева Л. В. Роль рынка ценных бумаг в обеспечении эффективного развития региональной финансовой системы // Финансы и кредит. 2011. № 22 (454).
164. Сидорова Е. Сегодня и завтра российской экономики: качественный потенциал // Мировая экономика и международные отношения. 2009. № 1. С. 117–122.
165. Чеканова С. А. Управление портфельными инвестициями в условиях интеграции России в мировой финансовый рынок : дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10. М., 2008. 158 с.
166. Чебанов С. Проблемы российского фондового рынка // Мировая экономика и международные отношения. 2009. № 3.
167. Гилбоа И., Постлуэйт Э., Шмайдлер Д. Вероятность и неопределенность в экономическом моделировании // Вопросы экономики. 2009. № 10. С. 46–61.
168. Rats! Why bond investors fall for same old trick // Bloomberg Businessweek. 2020. June 20–26. P. 13–14.
169. Ley E. Fiscal rules // IMF Research. 2019. Vol. 5, № 3. P. 1–4.
170. Berger P.L. The Capitalist Revolution. N. Y. : Basic Books, 1986. 94 p.
171. Главное — эффективность бюджетных расходов / [В. В. Путин, Э. С. Набиуллина, А. Л. Кудрин и др.] // Финансы. 2011. № 5. С. 3–15.
172. Дубров А. М., Трошин Л. И. Многомерные статистические методы. М. : Финансы и статистика, 2000. 352 с.
173. Айвазян, С. А., Мхитарян В. С. Прикладная статистика и основы эконометрики : учебник. М. : ЮНИТИ, 1998. 1022 с.
174. Engle R.F. Autoregressive conditional heteroscedasticity with estimates of the variance of UK inflation // Econometric. 1982. № 50. P. 987–1002.
175. Volker P., Gyohten T. Changing fortunes. The world's money and the threat to American leadership. N.Y., 1992. 395 p.
176. Bollerslev T. Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity // Econometrics. 1986. № 31. P. 307–327.
177. Несветайлова А. Экономическое наследие Хаймана Мински (глобальная финансовая хрупкость и кризис: уроки для России) // Вопросы экономики. 2005. № 3. С. 43–51.
178. Fat cats and corporate jets // The Economist. 2020. July 9–15. P. 48–49.

179. The end of Wall Street // Bloomberg BusinessWeek. 2020. April 20. P. 38–45.
180. Inflation hawks show their talons // Bloomberg Businessweek. 2019. April 12. P. 22.
181. Does government matter? // Bloomberg BusinessWeek. 2011. July 4–10. P. 10–11.
182. Too big to prevail? // Bloomberg BusinessWeek. 2020. April 26/May 2. P. 64–65.
183. Дьяченко М. Н. Стабилизационная финансовая политика государства: теория и практика России // Финансы и кредит. 2011. № 458. С. 32–40.
184. Evans J. S. International finance: a markets approach. Alabama : University of Alabama, 1992. 588 p.
185. Якимкин В. Н. Фундаментальный анализ. М. : Омега-Л, 2006. 640 с.
186. Navier M. M. Memoire sur les lois du mouvement des fluides. Azad. Roy. Sci. Mem, 1823. 485 p.
187. Попков В. В., Шипицын Е. В. Золотое сечение в цикле Карно // Успехи физических наук. 2000. Т. 170, № 11. С. 1253–1255.
188. Лужков Ю. М. Кризис транснационализма и Россия // Экономист. 2009. № 5. С. 12–28.
189. Скулкин М. Р. Проблемы современного мира. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2011. 504 с.
190. Иванов С. А. О причинах кризиса на фондовом рынке России // Финансы и кредит. 2009. № 10 (347). С. 77–79.
191. Клименко Ю. И. Высшая математика для экономистов. М. : Экзамен, 2005. 459 с.
192. Голощапов Д. Н. Глобализация финансового рынка и инфляция // Финансы и кредит. 2009. № 5 (341). С. 71–74.
193. Фишер Р. Трейдинг по Фибоначи: практические приемы и методы / [пер. с англ. К. Г. Горшкова]. М. : Евро, 2009. 192 с.
194. Майоров С. Развитие технологий финансовых рынков: продолжение (клиринг внебиржевых деривативов и модели доступа) // Биржевое обозрение. 2010. № 6 (78). С. 7–13.
195. Джуган А. Анализ активности торгов на ФБ ММВБ (до кризиса, кризис, посткризисный период) // Биржевое обозрение. 2010. № 11 (82). С. 11–15.
196. Beyond Bretton Woods 2 // The Economist. 2019. November 6–12. P. 79–81.

197. On the edge // *The Economist*. 2019. July 16–22. P. 9.
198. Big Rescue, Big Doubts: The Euro Crisis Grinds On // *Bloomberg BusinessWeek*. 2011. August 1–7. P. 13–18.
199. The really long arm of American justice // *Bloomberg BusinessWeek*. 2018. July 18–24. P. 27–32.
200. Российские банки. Прошлое и настоящее / С. В. Бажанов, М. Х. Лапидус, Ю. И. Львов, Л. С. Тарасевич. СПб. : Культ Информ Пресс, 2004. 624 с.
201. Brown C. V., Jackson P. M. *Public Sector Economics*. Oxford, 1990. 622 p.
202. The challenge of simultaneous economic relation with East and West / F. Levick, N. Shmelev, A. Kovacs et al.; ed. by M. Marrese, S. Richer. N Y: University Press, 1990. 216 p.
203. Савенок, В. С., Доронина Н. В. Как пережить финансовый кризис. На чем экономить в трудные времена. СПб. : Питер, 2010. 192 с.
204. Сологубов В. М. Финансовая колонизация мира : [монография]. Екатеринбург : Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2011. 126 с.
205. Halal E. W., Geranmayeh A., Pounrdehnad J. *Internal markets: bringing the power of free enterprise inside your organization*. N Y, 1993. 301 p.
206. Nelson C. A. *Global success: international business tactics for the 1990s*. Liberty Hall Press, 1990. 407 p.
207. Islam S., Mandelbaum M. *Vaking markets. Economic transformation in Eastern Europe and the post-Soviet states*. N Y, 1993. 238 p.
208. The incredible shrinking financial sector // *Bloomberg BusinessWeek*. 2011. June 13–19. P. 45–50.
209. Буренин А. Н. *Управление портфелем ценных бумаг М.* : Науч.-техн. общество, 2008. 440 с.
210. *Гражданское право: учебник: в 3 т. Т. 1 / под ред. А. П. Сергеева, Ю. К. Толстого. 4-е изд., перераб. и доп. М.: ТК Велби, 2005. 769 с.* URL: https://juristlib.ru/book_4114.html (дата обращения: 02.07.2021).
211. The man who fell to Earth // *The Economist*. 2018. January 23–29. P. 10.
212. Cheap As Chips? // *The Economist*. 2020. January 16–22. P. 67.

СОДЕРЖАНИЕ

Введение	3
Глава 1. Финансовый рынок России в настоящее время	7
1.1. Сущность финансового рынка как элемента мирового рынка, взаимосвязь его финансовых инструментов	7
1.2. Этапы формирования и макроэкономические тенденции развития финансового рынка России	36
1.3. Экономические особенности ценообразования на финансовом рынке	55
Глава 2. Типизация инструментов на финансовом рынке	68
2.1. Типовой и видовой состав финансовых инструментов	68
2.2. Экономическое значение рынка срочных инструментов	83
Глава 3. Теоретические основы возникновения нестабильности на финансовых рынках	89
3.1. Экономическое содержание понятия рынка финансовых производных	89
3.2. Принципы структурирования рынка финансовых производных	98
3.3. Влияние стабилизации рынка финансовых производных на другие элементы экономической системы	108
Глава 4. Компоненты стабилизации на финансовом рынке	116
4.1. Факторы дестабилизации на финансовом рынке	116
4.2. Рынок тезавраций как фактор стабилизации финансового рынка	133
4.3. Экономическая основа многоуровневых финансовых производных с «бриллиантовым» базисом	145
Заключение	161
Приложение 1. Расчет доходности при учете меры случайного блуждания на финансовом рынке	165
Приложение 2. Расчет дисперсии случайного блуждания цен на финансовом рынке	166
Приложение 3. Волатильность финансовых активов	167
Приложение 4. Непрерывно начисляемый процент в отношении различных финансовых производных	168
Приложение 5. Изменение цен финансовых активов при применении процесса Ито	169
Список библиографических ссылок	170

Научное издание

Стрельников Евгений Викторович

**ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК РОССИИ:
УСТОЙЧИВОСТЬ И МЕХАНИЗМЫ
РЕАЛИЗАЦИИ СТАБИЛИЗАЦИИ**

Ответственная за выпуск Н. А. Юдина
Редактор О. В. Климова
Верстка Е. В. Ровнушкиной

Подписано в печать 11.08.2021.
Формат 70×100/16. Бумага офсетная. Гарнитура Times.
Усл. печ. л. 14,86. Уч.-изд. л. 12,02. Тираж 500 экз. Заказ 198.

Издательство Уральского университета
620000, Екатеринбург-83, ул. Тургенева, 4

Отпечатано в Издательско-полиграфическом центре УрФУ
620000, Екатеринбург-83, ул. Тургенева, 4
Тел.: +7 (343) 350-56-64, 358-93-22
Факс +7 (343) 358-93-06
E-mail: press-urfu@mail.ru
<http://print.urfu.ru>

