



И.В. РУБЕЛЬ

СОВРЕМЕННЫЕ МОДЕЛИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Рассматриваются актуальные вопросы выбора модели построения фондовых рынков. На основе различных признаков классификации проводится сравнительный анализ предельных альтернативных моделей, их преимуществ и недостатков, а также тенденций к их сближению.

Some urgent problems of choosing the contemporary models of the Security Market building are considered. The Comparative Analysis of extreme alternative models based on different qualities is given. Their advantages and disadvantages as well as the tendencies to their approaching each other are shown.

Государства, формирующие современную инфраструктуру рыночной экономики, в том числе и создание фондового рынка, как правило, находятся перед выбором модели, которая представляет собой совокупность путей и способов достижения намеченных целей. У формирующихся рынков период для организации эффективной, честной и справедливой деятельности ограничен. Поэтому сравнительный анализ моделей фондовых рынков, систематизированный на основе изучения различных исследований в экономической литературе, позволяет в дальнейшем обосновать правомерность выбора переходными экономиками той или иной модели, найти пути ее преобразования, разработать предложения по эффективному функционированию инфраструктуры фондового рынка.

Анализ западных теорий и мирового опыта подтверждает существование общепринятых форм и методов формирования фондовых рынков, показывает пути и механизмы их становления. Либо быстро растущие объемы рынка ценных бумаг и количество его участников приводят к формированию институтов, носящих частноправовой характер, либо государство, понимая важность этого процесса, инициирует совместно с заинтересованными участниками создание институтов, носящих публично-правовой характер. Экономисты в качестве предпосылок формирования моделей фондовых рынков выделяют различия в правовых системах, в традициях вмешательства государства в экономику, в темпах экономического развития различных стран, в исторических особенностях развития предпринимательства.

Сравнительный анализ следует начать с **признаков классификации** существующих моделей построения фондовых рынков. Для рынка ценных бумаг как элемента финансовой системы, по мнению некоторых исследователей, наибольшее значение имеет структура институциональных посредников, которые опосредуют движение инвестиционных средств от инвесторов к потребителям капитала, создают одновременно спрос и предложение на финансовые инструменты. В конце XIX в. активная роль в создании и управлении новыми предприятиями принадлежала банкам, что привело в дальнейшем к различным экономическим результатам во многих странах – в США с целью недопущения кризисных явлений 1929–1932 гг. участие банков в операциях с корпоративными ценными бумагами было жестко ограничено; в Германии же финансовая система, построенная по банковскому типу, показала свою эффективность. Итак, по мнению ряда экономистов, **первый признак** классификации моделей основывается на существен-

ных различиях в вопросе: имеют ли право коммерческие банки работать с ценными бумагами (институциональный аспект). В соответствии с данным признаком классическим считается деление существующих моделей на две в значительной мере отличающихся – *банковскую* (европейскую, германскую) и *рыночную* (американскую, англосаксонскую) («bank-based» и «market-based»), которые формировались благодаря разрешению или запрещению для коммерческих банков проводить операции с акциями или облигациями компаний как за свои средства, так и за счет клиентов. Обособление указанных моделей началось с 1930-х гг. – времени «великой депрессии», глобального экономического и финансового кризиса¹.

Рыночная модель характерна для фондового рынка США, Канады и Великобритании. В соответствии с первым принципом классификации к важнейшим характеристикам *рыночной* модели относятся: жесткое регулирование банковских операций с ценными бумагами; доминирующая роль инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов; широкое прямое участие населения и корпораций в инвестировании накопленных средств; высокая капитализация рынка ценных бумаг; приоритет в системе перераспределения сбережений за рынком ценных бумаг. Имеет место также более активный вторичный оборот акций; доступ к финансированию определяется в значительной степени рыночными ценами финансовых активов, чем отношениями между кредиторами и заемщиками.

В авангарде процесса разделения инвестиционной и банковской деятельности находились США, где согласно Закону о банках (Glass-Steagal Akt 1933 г.) коммерческие банки вплоть до конца 1990-х гг. не имели права осуществлять инвестиции в ценные бумаги корпораций, участвовать в их андеррайтинге, проводить брокерско-дилерские операции с такими ценными бумагами². Ограничения для коммерческих банков были установлены в основном в связи с укоренившимся мнением о возрастании риска банкротства при проведении этих операций, а также с целью реанимирования доверия общества к банковской системе. Разделение банковской и инвестиционной деятельности привело к тому, что у собственников свободных денежных средств появилась большая свобода выбора в направлении их вложения. Основными участниками операций с ценными бумагами являются институциональные инвесторы – инвестиционные банки, пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды, конкурирующие с коммерческими банками в борьбе за деньги населения и обеспечивающие более гибкую шкалу доходности вложений. Так, например, активы американских институциональных инвесторов в 1990 г. составили 102 % от ВВП, в 1994 – 124 %³, в совокупности же к середине 1990-х гг. эти организации владели более чем половиной акционерного капитала, выпущенного в обращение американскими корпорациями⁴. Внутренний и внешний корпоративный контроль в данной модели ограничен, и корпоративное управление может осуществляться за счет «враждебных» (т. е. без их согласия) поглощений корпораций с низкими результатами работы (например, в период 1984–1989 гг. в Великобритании их было 196, а в Германии в 1945–1997 гг. – 5)⁵. На рынках, существующих в рамках данной модели, обладатели сбережений – частные лица и компании – обычно инвестируют свои накопления напрямую, а биржевые брокеры оказывают посредническую помощь в приобретении ценных бумаг и заинтересованы прежде всего в ликвидности своих вложений. Поиск наиболее ликвидных ценных бумаг означает, что акционер не стремится иметь обязательств долгосрочного характера перед корпорацией, более подвержен панике по сравнению с банками-акционерами и при неблагоприятных обстоятельствах склонен сбрасывать свои акции. Ликвидность рынка в целом достаточно высока, поэтому одно из условий эффективности этой системы – раскрытие огромного количества достоверной информации о работе корпораций. Тенденция снижения курсов акций и объема операций с ними и облигациями на фондовых рынках западных стран, начавшаяся в начале 2000 г., существенно повлияла на структуру рынка, которая отражает удельный вес каждого вида ценных бумаг⁶. Независимо от модели рынка в большинстве стран удельный вес долговых ценных

бумаг в общем объеме базовых инструментов увеличивается (в США – с 52 в 1998 г. до 55 % в 2001, в Великобритании – с 34 до 44 %, в Японии – с 68 до 74 %), однако в странах с рыночной моделью капитализации акций все же более высокая (на конец 2001 г. в США – 45 %, в Великобритании – 56 %, в Германии – 33 %, в Японии – 26 %) ⁷. Инфраструктура рынка в данной модели независима или носит смешанный характер, а членами биржи могут быть только физические лица.

В отличие от опыта США страны Западной Европы не приняли ограничений в отношении сферы деятельности банковских учреждений. Банковская модель фондового рынка характерна для большинства стран континентальной Европы (в особенности в Германии) и в меньшей степени – Японии. К основным характеристикам *банковской* модели относятся: отсутствие запрета на операции с ценными бумагами для коммерческих банков; отсутствие инвестиционного бизнеса, полностью независимого от банков; принадлежность им значительной части акционерной собственности компаний; низкая доля акционерного капитала; малый удельный вес коммерческих бумаг; главенство кредитного рынка в системе перераспределения сбережений.

Коммерческие банки в рамках данной модели являются универсальными финансово-кредитными учреждениями (законодательство не разделяет инвестиционные и коммерческие функции), выступают кредиторами и акционерами крупных корпораций и играют доминирующую роль на рынке частных и государственных облигаций. Помимо мобилизации инвестиционных ресурсов, коммерческие банки выполняют на фондовом рынке еще одну чрезвычайно важную функцию – хранение ценных бумаг и регистрацию сделок с ними (оказание депозитарных услуг), предоставляют универсальный спектр услуг по допуску ценных бумаг эмитентов на биржу, выработке критериев допуска к листингу. Банки, кроме того, могут влиять на работу компании, осуществлять надзор и контроль за ее деятельностью за счет принадлежащей им доли акционерного капитала, а также через предоставление кредитов. Так, один из крупнейших банков Германии «Дойче Банк» владеет значительной долей акций ведущих немецких производителей: 28,34 % акций «Даймлер-Бенц», 30 % акций «Филипп Холцман», 25,08 % акций «Карлсладт» ⁸. Банки-держатели акций в большей степени реализуют долгосрочные интересы своих клиентов хотя бы потому, что банк заинтересован в устойчивости предприятия, в которое вложены его средства. Как кредитор и одновременно акционер банк даже при неблагоприятных обстоятельствах склонен поддерживать контролируемую им корпорацию. Широкое использование банковских кредитов корпоративным сектором подтверждается тем, что в структуре внешнего финансирования промышленных корпораций Германии и Японии, например, на долю ресурсов, получаемых в результате эмиссии ценных бумаг, приходится около 20 % ⁹. Как правило, рынки этой модели имеют меньшие масштабы и требуют раскрытия меньшего объема информации.

Проведенный сравнительный анализ позволяет сделать лишь общие выводы о том, что в пользу рыночной модели свидетельствуют следующие факты: широкое использование эмиссий ценных бумаг как более дешевый и оперативный способ привлечения денежных средств; наличие разветвленной системы независимых небанковских финансовых посредников способствует повышению спроса на корпоративные ценные бумаги и снижению расходов на посреднические услуги, а существование мощного механизма биржевой торговли частного типа – их предложению и установлению равновесных цен; специализация финансовых институтов обеспечивает прозрачность трансакций на рынке и снижает риски, а также более эффективную систему реагирования на новую информацию. Преимущество банковской модели проявляется в организационных факторах, отраженных в создании инфраструктуры публично-правовой по статусу с активным участием государства; в господстве банков в финансовой сфере, что позволяет использовать нефинансовым предприятиям краткосрочные и долгосрочные банковские кредиты в качестве основного источника внешнего финансирования; в универсальности функций коммерческих банков (кредиторы,

акционеры, элементы инфраструктуры), что дает возможность дополнительного контроля эффективного использования кредитов и оказания всего спектра услуг; в низком уровне капитализации, что снижает вероятность масштабного вовлечения банков в спекулятивный оборот акциями и уменьшает его отрицательные последствия для экономики.

Эффективное функционирование и американского, и европейского фондовых рынков свидетельствует, что обе модели, и рыночная и банковская, могут действовать эффективно, являясь предельными альтернативами и предлагая различные схемы корпоративного контроля, системы слияния и поглощения, институциональную структуру рынка ценных бумаг, различные способы аккумуляции информации, вызванные различиями в законодательстве. Более того, в течение последних десяти лет наметилась тенденция к сближению рыночной и банковской моделей. *Во-первых*, снижение конкурентоспособности и устойчивости традиционных банковских учреждений привело к либерализации банковского законодательства в странах с рыночной моделью (в Великобритании банки получили возможность с теми или иными ограничениями приобретать в собственность акции, оказывать услуги андеррайтера и дилера; банки Канады получили право выполнять указанные операции через свои дочерние компании; в США принятый в 1999 г. закон о реформировании отрасли финансовых услуг фактически устранил обособление инвестиционной и банковской деятельности), в то же время в странах с банковской моделью проводятся мероприятия с целью уменьшения влияния банковского сектора на экономику и укрепления позиций небанковских фондовых посредников. Во-вторых, наблюдается рост доли заемного капитала в общей величине пассивов корпораций в странах с рыночной моделью (в 1984 г. собственный капитал корпораций США на 91 % покрывал их обязательства, а в 1994 – на 60 %) и увеличение собственных источников финансирования в странах с банковской моделью рынка (с 1984 по 1994 г. отношение размера собственных средств к общей сумме долгов предприятий увеличилось во Франции с 19 до 57 %, в Австрии – с 24 до 45 %, в Японии – с 34 до 49 %) ¹⁰.

Второй признак классификации моделей основывается на степени участия государства в регулировании фондового рынка (регулятивный аспект). Данную классификацию, содержащуюся во многих исследованиях, некоторые экономисты связывают прежде всего с происхождением кодекса права (система романо-германского права целым рядом существенных обстоятельств отличается от системы обычного права) и колониальной историей ¹¹.

Согласно второму признаку фондовые рынки классифицируются на следующие модели: 1) регулирование рынка преимущественно сосредоточено в **государственных** органах, и лишь небольшая часть полномочий по контролю, надзору, установлению правил передается государством так называемым саморегулируемым организациям (Франция); 2) максимально возможный объем полномочий передается **саморегулируемым** организациям, предпочитают не жесткие предписания, а переговорный процесс индивидуальному согласованию с участниками, причем государство сохраняет за собой основные контрольные полномочия и возможность вмешаться в любой момент (США, Великобритания) ¹².

В реальной жизни присутствуют смешанные модели, в которых государство в большей или меньшей степени регулирует фондовый рынок и где присутствуют саморегулируемые организации. Среди 30 стран с развитыми рынками более 59 % имеют самостоятельные ведомства – Комиссии по ценным бумагам (примерно в 15 % стран за рынок ценных бумаг отвечает Министерство финансов), 15 % стран – смешанное управление; в некоторых странах с банковской моделью рынка регулирующие функции возложены на Центральный банк или орган банковского надзора ¹³.

В рыночной модели система регулирования представлена значительной долей саморегулирования, в банковской – параллельным сосуществованием государственного и банковского регулирования.

Кроме рассмотренных признаков классификации, некоторые исследователи данного вопроса отмечают необходимость учитывать и частные критерии: приоритетные интересы инвесторов, доступность информации, степень прогнозируемости инвестиционных проектов, спекуляции¹⁴.

Некоторые тезисы, изложенные в данной статье, не бесспорны. Хотя не подлежит сомнению то, что формирование фондового рынка, его инфраструктуры во многом зависит от выбора той или иной модели построения рынка ценных бумаг, которая принята за основу, и степени централизации управления в данной стране. Единой универсальной модели формирования и функционирования рынка ценных бумаг нет, но любой стране, ставшей на путь реформирования экономики, необходимо предпринять ряд общепринятых мер.

Автор выражает благодарность научному руководителю доктору экономических наук, профессору В.Л. Ключне за оказанную помощь в подготовке данной статьи.

¹ См., например: Основы финансового рынка / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин и др. М., 2002. С. 11; Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И.В. Галкин, А.В. Комов, Ю.С. Сизов, С.Д. Чижов. М., 1998. С. 206; Булатов В.В. Фондовый рынок в структурной перестройке экономики. М., 2002. С. 125.

² См., например: Булатов В.В. Указ. соч. С. 125–130; Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М., 1996. С. 112–113.

³ Бычков А.П. Мировой рынок ценных бумаг. Институты, инструменты, инфраструктура. М., 1998. С. 15.

⁴ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. М., 1999. С. 11.

⁵ Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития / Под ред. В.М. Шухно, А.Ю. Семенова, В.А. Котовой. Мн., 2001. С. 227.

⁶ См., например: Доронин И. Современные финансовые рынки: тенденции и перспективы // МэиМО. 2003. № 6. С. 23–24.

⁷ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М., 2002. С. 19.

⁸ Булатов В.В. Указ. соч. С. 127.

⁹ Там же. С. 128.

¹⁰ Там же. С. 130.

¹¹ Рот А., Захаров А., Миркин Я. и др. Указ. соч. С. 44–46.

¹² См., например: Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М., 1995. С. 441–442.

¹³ См., например: Рот А., Захаров А., Миркин Я. и др. Указ. соч. С. 119.

¹⁴ Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития. С. 228–229.

Поступила в редакцию 30.03.2004.

Инна Викторовна Рубель – старший преподаватель кафедры финансов Могилевского частного финансово-экономического института им. В.П. Ковалёва.

И.В. ЗЕНЬКОВА

СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ТРУДА В УСЛОВИЯХ ТРАНСФОРМАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ СИСТЕМЫ

Раскрываются основные социально-экономические тенденции на рынке труда. Рассматриваются некоторые аспекты регулирования занятости.

The main social economic tendencies on the markets of different levels are discovered in the article. Some aspects of the regulation of employment are considered.

В процессе трансформации плановой экономики в рыночную достаточно остро встает проблема занятости, поскольку происходит коренная ломка прежних отношений, основанных на устойчивом трудовом дефиците, полной занятости, плановом распределении трудовых ресурсов. В переходный период на формирование рынка труда оказывает влияние ряд факторов: приватизация государственной собственности, падение объемов производства, снижение жизненного уровня населения, рост безработицы, демографический и инвестиционный кризисы, характер которых и обусловил рассмотрение основных тенденций формирования и развития рынка труда на национальном и региональном уровнях.