

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего профессионального образования
«Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова»

На правах рукописи

Терентьев Дмитрий Александрович

**УСТОЙЧИВОСТЬ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ**

Специальность 08.00.01 – «Экономическая теория»

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель –
доктор экономических наук, профессор
Вахрушев Дмитрий Станиславович

Ярославль – 2015

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ УСТОЙЧИВОСТИ РЫНКА КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ	11
1.1. Устойчивость как характеристика экономических процессов и экономических систем: методологический синтез синергетического и институционального подходов.....	11
1.2. Содержание, эволюционные аспекты и специфика устойчивости рынков капитала	31
1.3. Влияние глобализации на трансформацию экономических отношений и устойчивость рынков капитала.....	55
ГЛАВА 2. СИСТЕМА ФАКТОРОВ, ДЕТЕРМИНИРУЮЩИХ УСТОЙЧИВОСТЬ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ	68
2.1. Факторы, запускающие периоды неустойчивости на национальных рынках капитала	68
2.2. Усиливающие детерминанты и механизмы кризисных процессов на рынках капитала: ключевые спиралевидные взаимосвязи экономических отношений.....	85
2.3. Противоречивость инструментов демпфирования колебаний на рынках капитала	97
ГЛАВА 3. ОТЕЧЕСТВЕННАЯ СПЕЦИФИКА УСТОЙЧИВОСТИ РЫНКА КАПИТАЛА	107
3.1. Влияние системы экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных фондов денежных средств, на устойчивость рынков капитала	107
3.2. Сравнительный анализ кризисов 2008 и 2014 годов в контексте проблематики устойчивости рынков капитала в условиях глобализации экономики	119
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	137
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	144
ПРИЛОЖЕНИЯ.....	171

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Рынки капиталов занимают особое место в системе экономических отношений. Будучи элементом рыночной инфраструктуры, рынок капитала выполняет важнейшие воспроизводственные функции, обслуживая товарное обращение посредством кредита и обеспечивая трансформацию общественных сбережений в производственные инвестиции. Поэтому устойчивость рынков капитала выступает одним из значимых условий позитивного развития экономики и повышения уровня жизни населения. И, напротив, периоды неустойчивости рынков капитала способны оказывать крайне разрушительное воздействие на национальную экономическую систему в целом.

Особое значение разработка проблематики устойчивости национальных рынков капитала приобретает в условиях активного распространения глобализационных процессов, сопровождаемых усилением интенсивности трансграничного движения капитала и расширением сфер его миграции в поиске эффективных объектов инвестирования. С одной стороны, эти процессы способствуют более динамичному экономическому развитию отдельных стран и регионов. Однако при этом обостряется проблема глубины и остроты возникающих время от времени финансов-экономических кризисов, их глобального характера, что приводит к нарушению устойчивого функционирования национальных рынков капитала. Применительно к российской экономике ситуация осложняется разнонаправленной динамикой цен на мировых рынках энергоносителей и напряжением политической обстановки, введением санкций против РФ. В этой связи устойчивость отечественного рынка капиталов выступает необходимым условием формирования новой модели экономического развития, ориентированной на инновационность и импортозамещение.

Таким образом, учет многообразия новых факторов, которые раньше не включались в исследовательский арсенал, вызывает необходимость расширения

теоретических представлений о тенденциях и закономерностях устойчивого развития национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики. Это имеет важное значение как с точки зрения познания сущностных особенностей устойчивости рынков капитала, так и с позиции обеспечения адекватного государственного регулирования, способствующего продуктивному воздействию капитала на воспроизводственные процессы.

Состояние научной разработанности проблемы. Устойчивость экономических явлений и процессов является актуальной проблемой современной экономической науки. Теоретические и методологические положения устойчивости экономических систем отражены в работах В.С. Алексеевского, В.М. Безденежных, И.Ю. Блама, С.Н. Бобылева, Д.С. Вахрушева, Ю.С. Власова, А.Е. Волощенко, Х.Н. Гизатуллина, Ю.В. Гусарова, Г.В. Гуськова, В.И. Данилова-Данильяна, М.Е. Дорошенко, Н.В. Зубаревич, Г.Б. Клейнера, А.Л. Куницына, Г.М. Мкртчяна, П.И. Мунина, Б.Н. Порфирьева, Н.А. Прокопенко, С.В. Соловьевой, Д.Е. Сорокина, А.И. Татаркина и др. Устойчивость национального рынка капиталов и его сегментов исследуют А.Е. Абрамов, Н.Е. Бровкина, А.В. Воронцовский, А.Е. Дворецкая, М.В. Ершов, О.И. Лаврушин, И.В. Ларионова, А.Д. Радыгин, Г.А. Тосунян, М.И. Чернова и др.

В современных условиях устойчивость и динамика функционирования разноуровневых экономических систем во многом детерминируется активно протекающими глобализационными процессами. В этой связи глобализация экономики, как значимый феномен последних десятилетий, привлекает к себе повышенное внимание со стороны научного сообщества. Различные аспекты развития глобализации, её влияние на национальные экономики и рынки капитала рассматривают в своих работах отечественные и зарубежные ученые А.Ю. Архипов, У. Бек, Ю.И. Дроздов, С.А. Дятлов, Л.З. Зевин, Н.И. Иванова, С.И. Илларионов, В.Л. Иноземцев, М. Кастельс, В.А. Корецкий, Э.Г. Кочетов, Т.А. Кузнецова, Ф.Б. Ларрен, Б. Линдси, Д. Маджони, Г.-П. Мартин, В.С. Паньков, В.И. Пефтиев, Д. Родрик, Дж. Сакс, Е.В. Сапир, Б.М. Смитиенко,

В.М. Соколинский, Дж. Сорос, Д. Стиглиц, И.О. Фаризов, А.С. Филипенко, Д. Хансон, А.В. Холопов, П. Хонохан, О.В. Черковец, Х. Шуманн, Ю.В. Яковец и др. Воздействие глобализации на усиление кризисных процессов, в том числе аспекты, связанные с проблематикой адекватного регулирования трансграничного движения капитала в разных формах, с различных теоретико-методологических позиций исследуют А.Г. Аганбегян, А.И. Агеев, Л.Р. Браун, А.В. Бузгалин, А.С. Булатов, В.Г. Варнавский, Н.А. Волгина, С.Ю. Глазьев, В.А. Гордеев, М.Г. Делягин, С.М. Дробышевский, К.И. Жихарев, Г.П. Журавлёва, Ф.Н. Завьялов, А.И. Колганов, Л.Н. Красавина, Г.В. Колодко, В.М. Мелиховский, Ю.М. Осипов, Л.Б. Парфенова, А.А. Пороховский, Б.Б. Рубцов, С.Н. Сильвестров, К.А. Хубиев, К.В. Юдаева, Е.Г. Ясин и др.

Вместе с тем, при достаточно большом объеме научной литературы, посвященной различным аспектам устойчивости национальных рынков капиталов в условиях глобализации экономики, остаются неразработанными ряд теоретико-методологических вопросов. В частности, недостаточное внимание уделено уточнению содержания и специфики устойчивости рынка капиталов и его сегментов; выявлению и систематизации факторов, детерминирующих устойчивые и неустойчивые состояния национальных рынков капиталов; конкретизации механизмов кризисных процессов на рынках капитала сквозь призму рассмотрения ключевых спиралевидных взаимосвязей и противоречивости государственных инструментов демпфирования рыночных колебаний; разработке проблемы сращивания рынка капиталов с системой экономических отношений, опосредующих финансовое обеспечение реализации функций государства; обобщению и анализу причин, обусловивших неустойчивость отечественного рынка капиталов в ходе кризисов 2008 и 2014 гг.

Целью диссертационной работы является разработка теоретико-методологических аспектов устойчивости национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики на основе методологического синтеза синергетики и институциональной теории.

Для достижения поставленной цели в диссертации осуществляется решение следующих основных **задач**:

- раскрыть устойчивость как характеристику экономических процессов и экономических систем на основе методологического синтеза синергетического и институционального подходов;
- рассмотреть содержание, эволюционные аспекты и специфику устойчивости рынков капитала;
- конкретизировать влияние глобализации на трансформацию экономических отношений и устойчивость рынков капитала;
- определить факторы, детерминирующие устойчивость национальных рынков финансового капитала в условиях глобализации экономики;
- раскрыть характер влияния системы экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных фондов денежных средств, на устойчивость рынков капитала;
- провести сравнительный анализ кризисов 2008 и 2014 годов в контексте проблематики устойчивости рынка капитала.

Объектом исследования в диссертации являются национальные рынки капиталов как сложные экономические системы, в единстве составляющих взаимосвязанных сегментов и совокупности реализуемых функций. **Предметом исследования** выступают экономические отношения, отражающие механизмы обеспечения устойчивого либо неустойчивого состояния национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики.

Методологическая и теоретическая основы исследования. Методологической базой диссертации выступают общенаучные методы познания экономических явлений, позволившие комплексно рассмотреть вопросы устойчивости национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики. Исследование базируется на методологическом синтезе синергетики и институционализма, сочетании нормативного и позитивного анализа, принципах единства исторического и логического, а также критически-аналитическом подходе к анализу экономических явлений,

противоречивом характере общественных процессов. В качестве теоретических основ в диссертации используются разработки и научные концепции различных экономических школ и направлений: классической политической экономии, марксизма, неоклассической теории, институционализма, теории глобализации, теории самоорганизации экономических систем.

Информационную базу исследования составляют российская и зарубежная монографическая литература, публикации в периодической печати. В работе использовались информационные и отчетные материалы Федеральной службы государственной статистики РФ, Банка России, Министерства финансов РФ, материалы научно-практических конференций, ресурсы информационной сети Интернет.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в разработке совокупности теоретико-методологических положений, уточняющих и раскрывающих специфику, внутренние механизмы и детерминанты обеспечения устойчивости национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики.

На защиту выносятся следующие **наиболее существенные результаты**, полученные лично автором и определяющие новизну исследования:

1. Предложена двухуровневая модель экономических отношений на рынке капитала. Первый уровень детерминирован экономическими интересами, обусловленными местом субъектов рынка в системе общественного воспроизводства и необходимостью обслуживания производства и потребления. Экономические отношения второго уровня, эволюционно производного от первого, обусловлены иными интересами, связанными с извлечением прибыли за счет ценовых колебаний. При этом по мере развития экономические отношения, функционирующие на втором уровне, начинают доминировать над отношениями первого уровня, что выступает исходной причиной периодически наблюдаемых неустойчивых состояний рынка финансового капитала и его основных сегментов. Глобализация экономики усиливает данную тенденцию за счет совокупности факторов: избыток

глобального капитала, его виртуализация и ускорение перемещения через национальные границы, информатизация рыночной инфраструктуры, институциональная синхронизация поведения экономических агентов.

2. Обоснована необходимость триединого понимания устойчивости рынков капитала: структурной (устойчивость структуры рынка, сохранности его базовых элементов и способов взаимодействия между ними), функциональной (способность выполнять основные функции – трансформация сбережений в инвестиции, обслуживание транзакций в экономике, управление рисками и т.д.), динамической (направления, характер и интенсивность движения капитала).

3. Определены запускающие, усиливающие и осложняющие факторы, детерминирующие вектор неустойчивого развития национальных рынков капитала в условиях глобализации. Первая группа факторов запускает, приводит в движение совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных причинно-следственных связей на рынке капитала, в результате чего динамика развития его сегментов принимает неустойчивый характер. Вторая группа факторов усиливает негативные тенденции неустойчивого развития, нивелируя действия внутренних компенсационных механизмов, направленных на противодействие кризисным сценариям функционирования сегментов рынка финансового капитала. Третья группа факторов осложняет возможности институтов государственного регулирования осуществлять внешнее воздействие на сегменты финансового рынка в целях их возврата к устойчивому состоянию.

4. Сформулирован вывод о том, что в современных условиях устойчивость рынков капитала во многом обусловлена его сращиванием с системой экономических отношений, опосредующих формирование, распределение и использование централизованных фондов денежных средств, что вытекает из социализации современных национальных экономических систем и объективно продиктовано повышением роли государства в социально-экономическом развитии общества. Выделены каналы влияния

сбалансированности государственных финансов на устойчивость отечественного рынка капитала.

Теоретическое значение диссертации состоит в том, что выполненное исследование расширяет существующее в литературе направление изучения рынков капитала, дополняет научные представления о механизмах и направлениях влияния глобализации экономики на их устойчивость, создаёт предпосылки для дальнейшей разработки проблематики устойчивого развития национальных рынков капитала в условиях интеграции отечественной экономики в мировую хозяйственную систему

Практическая значимость исследования заключается в возможности использования полученных научных результатов:

– органами государственного регулирования при совершенствовании денежно-кредитных и финансовых инструментов воздействия на рынки капиталов в контексте обеспечения их устойчивости, в том числе посредством влияния на механизмы функционирования негативных спиралевидных связей, усиливающих кризисные процессы в экономической системе;

– институтами рынка капиталов в процессе разработки стратегических аспектов устойчивого развития в условиях глобализации экономики;

– учреждениями образования в ходе преподавания теоретических и прикладных аспектов устойчивости рынков капитала и глобализации экономики в составе экономических дисциплин.

Соответствие диссертации паспорту специальности. Диссертация выполнена в соответствии с пунктом 1.1 «Политическая экономия: экономика ресурсов (рынков капиталов, труда и финансов); закономерности глобализации мировой экономики и ее воздействие на функционирование национально-государственных экономических систем» Паспорта научной специальности 08.00.01 – Экономическая теория.

Степень достоверности и апробация результатов. Достоверность и обоснованность проведенных исследований и полученных научных результатов базируется на использовании в работе теоретического и эмпирического

материала, полученного на основе изучения законодательных и нормативных актов РФ, данных Федеральной службы государственной статистики, Банка России, справочной информации, результатов фундаментальных и прикладных исследований в сфере функционирования рынков капитала.

Основные теоретические положения и выводы диссертационного исследования нашли отражение в докладах и выступлениях на российских и международных научно-практических конференциях: «Молодежь и экономика» (Ярославль, ВФЭА, 2010), «Молодежь и общество: проблемы и перспективы развития» (Ярославль, ЯФ МФЮА, 2012), «Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд в условиях информатизации общества» (Ярославль, ЯФ ИУ, 2013), «Развитие экономических и межотраслевых наук в XXI веке» (Новосибирск, НИГРЭ, 2014), «Актуальные проблемы совершенствования российского законодательства» (Ярославль, ЯФ ИУ, 2014), «Инновационная экономика. Достижения и перспективы нового столетия» (Ярославль, ЯФ ИУ, 2015).

Материалы работы используются в процессе преподавания экономических дисциплин в ФГБОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П.Г. Демидова» и в Ярославском филиале ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве РФ», что подтверждено справками о внедрении в учебный процесс.

Основные положения и результаты диссертационного исследования отражены в 16 опубликованных научных работах, общим объемом 6,8 уч.- изд. л., в том числе 4 работы в изданиях, рекомендуемых ВАК Минобрнауки России для публикации основных научных результатов диссертации на соискание ученой степени кандидата наук.

Структура и объем диссертации обусловлены целью и задачами исследования. Работа имеет следующую структуру: введение, три главы, заключение, список литературы и приложения. Диссертационная работа оформлена в соответствии с предъявляемыми требованиями, иллюстрирована с помощью таблиц, рисунков.

ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ УСТОЙЧИВОСТИ РЫНКА КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

1.1. Устойчивость как характеристика экономических процессов и экономических систем: методологический синтез синергетического и институционального подходов

Устойчивость является одной из важнейших характеристик экономических процессов и систем. Особая значимость «устойчивости» для стабильного функционирования экономики обуславливает пристальное внимание к данной проблематике в современной экономической науке в самых разных аспектах и направлениях исследований, особенно в условиях наблюдаемого в последнее время усложнения экономических отношений и деструктивного характера кризисных процессов [51; 72]. Вместе с тем, несмотря на значимость данной категории для объяснения и понимания закономерностей экономической динамики, в настоящее время в экономической литературе отсутствует единство взглядов по данной проблеме, что диктует необходимость уточнения используемого в диссертации категориального аппарата устойчивости.

В самом общем виде под устойчивостью понимается способность сохранять своё положение при наличии внешних воздействий. По В. Далю «устойчивость» происходит от слов «устаивать, устоять против кого, чего, стоять твердо, выстоять, успешно противиться силе, выдержать, не уступить. Устойчивый – значит стойкий, крепкий, твердый, не шаткий». Соответственно устойчивость системы можно представить как состояние, означающее неизменность ее существенных переменных. Неустойчивость же выражается в том, что система, организованная для выполнения определенных функций, перестает их выполнять под влиянием каких-либо причин.

Обратим внимание на тот факт, что разный контекст использования термина «устойчивость» вскрывает разные смысловые оттенки и специфику

содержания данной категории. С одной стороны, термин «устойчивость» применим к экономическим системам как совокупности структурированно взаимосвязанных между собой элементов – в этом случае речь идет о способности системы сохранять целостность и выполнять свои целевые функции в ответ на негативное изменение внешней среды. С другой стороны, устойчивость может характеризовать постоянство некоторой последовательности состояний, в которых оказывается система. Нередко в этом случае для самых разных сегментов экономических отношений употребляется термин «устойчивое развитие» [16; 27; 73; 162; 164; 172; 193; 225; 229; 235; 251; 252]. Представим в этой связи точку зрения А.М. Гатаулина, который под устойчивостью понимает «...состояние системы или постоянство последовательности некоторых ее состояний во времени в процессе ее преобразований» [54, с. 22].

Действительно, противопоставление категорий «устойчивость» и «устойчивое развитие» является непродуктивным, поскольку функционирование любой системы во времени неизбежно сопровождается изменениями. Сама по себе категория развития есть процесс, направленный на изменение материальных и духовных объектов с целью их усовершенствования. Поэтому одна из главных трудностей в определении категории «устойчивость» состоит в том, что способность экономической системы восстанавливать исходный или близкий к исходному режим при малом его нарушении не означает, что в системе отсутствуют текущие изменения или что взаимодействие с внешней средой не приводит к внутрисистемным изменениям. В этой связи представляется целесообразным акцентировать внимание на том, что «устойчивость» нельзя рассматривать в отрыве от «изменчивости». Устойчивость и изменчивость находятся в диалектическом единстве – одно предполагает другое. Безусловно, в философском плане категории «устойчивость» противостоит категория «изменение»: «Устойчивость – постоянство, пребывание в одном состоянии; противоположность – изменение» [247, с. 364].

Иначе говоря, при определении устойчивости какой-либо системы постоянно возникает вопрос: изменения какого рода позволяют характеризовать систему как устойчивую, и какие изменения приводят к неустойчивости? Каким образом можно измерить устойчивость? [26]

Математическое определение устойчивости сформулировал русский ученый А.М. Ляпунов в конце XIX в. В соответствии с ним траектория будет называться устойчивой, если для сколь угодно малого предельного отклонения, определяющего коридор устойчивости, можно указать такие ограничения для возмущений, при которых система не выйдет из этого коридора. Другими словами, говоря об устойчивости, необходимо определить – неизменность каких свойств экономической системы является существенным и в какой мере. Кроме того, следует дать характеристику возмущению, относительно которого экономическая система будет устойчива. Очевидно, что чем значительнее внешнее воздействие, тем в меньшей степени система сможет сохранить изначальные параметры.

В данных рассуждениях мы вплотную подходим к выделению двух типов устойчивости – статической и динамической. Статической устойчивостью является способность системы самостоятельно восстановить исходный режим работы при малом возмущении – она выступает необходимым условием существования установившегося режима работы системы, но отнюдь не предопределяет способности системы продолжать работу при резких нарушениях режима [134]. В то же время тот факт, что экономическая система сохраняет статическую устойчивость в установившемся режиме работы, еще не означает, что она окажется устойчивой и при резких внезапных нарушениях режима ее работы вследствие более существенных внешних воздействий. Данный аспект проблемы затрагивает спектр вопросов, относящихся к понятию динамической устойчивости экономических систем. Иначе говоря, в случае со статической устойчивостью для системы характерны незначительные возмущения ее текущего функционирования, а в случае с динамической устойчивостью – значительные возмущения, причем существенное значение

приобретают самый характер и размеры возмущения. Согласимся в этой связи с тем, что «целью управления экономическими системами в данном аспекте следует считать обеспечение динамической устойчивости экономической системы, не отрицающей способности к изменениям и при этом сохраняющей стабильность и устойчивость» [44].

Устойчивость экономических систем может рассматриваться и на разных уровнях экономических отношений. На макроуровне проблематика устойчивости непосредственно связана с обеспечением макроэкономического равновесия [84; 228], при этом выделяются два основных типа устойчивости – адаптивная и устойчивость замещения. Если в основе первой заложен механизм компенсации внутренних или внешних возмущающих воздействий, то вторая подразумевает наличие у экономической системы возможности полностью уйти от действия возмущающих факторов и не иметь соответствующих компенсаторных механизмов. При этом такой уход может иметь как пространственный, так и временной характер. Экономическая глобализация в этом смысле выступает иллюстрацией склонности к сохранению устойчивого развития при сокращении локальных запасов устойчивости, что отражает пространственный механизм устойчивости замещения. Временной механизм является наиболее сложным, но в то же время и наиболее адекватным способом обеспечения устойчивого развития, который предполагает управляемый уход от потенциально кризисных условий в перспективно-выгодные зоны функционирования. Этот метод требует достоверного прогнозирования грядущих изменений и принятия мер по их недопущению или опережающей компенсации [224, с. 9].

Значительное количество работ посвящено рассмотрению устойчивости экономических систем на микроуровне. Так, оригинальный подход к управлению экономическими системами на базе тетрад – устойчивых комплексов, способных к самостоятельному функционированию и развитию, предложен Г.Б. Клейнером [115]. С.С. Гордеев, соглашаясь с тем, что экономическая устойчивость является многополярным явлением, все же

акцентирует внимание на микроэкономическом аспекте, предлагая под экономической устойчивостью организации понимать «непрерывный процесс создания оптимального прибыльного взаимодействия между всеми ее подразделениями с проявлением дочерних связей между ними, которые позволят максимально долго поддерживать жизненно важные параметры деятельности организации на развивающем равновесном уровне, необходимом для достижения ее целей, эффективно и своевременно противодействуя возмущающему воздействию циклов внешней среды» [66, с. 118]. Действительно, экономическую устойчивость на микроуровне можно конкретизировать как обеспечение рентабельной производственно-коммерческой деятельности предприятия за счет повышения эффективности использования производственных ресурсов и управления предприятием, устойчивого финансового состояния за счет улучшения структуры активов, а также стабильного развития мощности предприятия и социального развития коллектива при самофинансировании в условиях динамично развивающейся внешней среды [99].

В последнее время стали достаточно распространенными исследования, посвященные проблематике устойчивого развития на мегауровне экономических отношений. П.И. Мунин в этой связи отмечает: «Термин «устойчивое развитие» появился как формула ответа на глобальные угрозы существованию человечества в предположении, что переход к нему можно осуществить путем глобального же согласования и объединения усилий всех людей, населяющих нашу планету» [164, с. 13].

В рамках данного диссертационного исследования заслуживает особого внимания рассмотрение теоретико-методологических подходов, объясняющих природу и механизмы обеспечения устойчивости экономических систем. Разработка данной проблематики органично связана с эволюцией методологических направлений системного подхода.

В начале XX века системный подход разрабатывался А.А. Богдановым в рамках «Всеобщей организационной науки – тектологии». А.А. Богданов

отмечал: «Всеобщую организационную науку мы будем называть «тектологией». В переводе с греческого это означает «учение о строительстве». «Строительство» является синонимом для современного понятия «организация» [28, с. 48]. Одна из ключевых идей тектологии состоит в том, что два и более элемента, включённые в единый процесс, могут при особой организации превосходить по эффективности функционирование этих же элементов по отдельности, а могут и уступать отдельной работе, мешая друг другу. «В первом случае – пишет А.А. Богданов – вполне законно утверждение, что целое оказалось практически больше простой суммы своих частей, во втором — что оно практически ее меньше. Первое и обозначается как организованность, второе – как дезорганизованность» [28, с. 38]. Поэтому особую значимость приобретает правильная организация сочетания элементов в целях повышения эффективности их взаимодействия в рамках целого.

Акцентировал внимание А.А. Богданов и на вопросах устойчивости, выделяя количественную и структурную устойчивость с позиции обеспечения организованности форм. Устойчивость равновесия всех организационных форм, по его мнению, определяется устойчивостью самого слабого звена (закон наименьших), что имеет важное значение для обеспечения пропорциональности и сбалансированности различных сторон и сфер экономических отношений. Данный вывод имеет особое значение и для устойчивого развития отдельных сегментов рынка капиталов. Так, в банковской системе банкротство отдельно взятого банка может спровоцировать цепную реакцию панических настроений клиентов других банков, вследствие чего вероятность системного банковского кризиса резко возрастает. По мнению современных авторов, А.А. Богданов предвосхитил многие идеи кибернетики, теории систем, синергетики и других наук [143; 222] Между тем достойное признание идеи А.А. Богданова получили только во второй половине XX в.

В 30-е годы XX века начала развиваться общая теория систем, одним из основоположников которой является Л. Берталанфи. В рамках данного методолого-мировоззренческого подхода отстаивается идея наличия общих

закономерностей при взаимодействии большого, но не бесконечного числа физических, биологических и социальных объектов. По мнению Л. Берталанфи, общая теория систем основана на исследованиях в области химии, физики, биологии и является попыткой рассмотреть общие закономерности, свойственные системам вообще. При этом нельзя ставить барьер между неорганической и живой природой [22].

Одним из наиболее существенных достижений Л. Берталанфи является обоснование понятия «открытых систем», которые, в отличие от «закрытых систем», изучаемых классической физикой, подпитываются потоком материи и энергии из окружающей среды. Как отмечает в этой связи М.Л. Калужский, «функционирование систем уже не является просто откликом на изменение внешних условий, а следствием сохранения старого или установления нового внутреннего равновесия системы» [110, с. 14].

В дальнейшем существенный вклад в понимание закономерностей обеспечения устойчивости систем внесли кибернетика и гомеостатика. Основатель кибернетики Н. Винер первоначально определял кибернетику как науку об управлении и связи в животных и машинах» [48], однако позднее анализировал с позиций кибернетики и социальные процессы. Сегодня под кибернетикой понимается наука об общих законах получения, хранения, передачи и преобразования информации в сложных управляющих системах. Особое значение для обеспечения устойчивого развития систем в кибернетике уделяется прямым и обратным связям. Прямая связь представляет собой непосредственное воздействие субъекта управления на объект управления, обратная связь – воздействие результатов функционирования какого-либо объекта на характер этого функционирования. Н. Винер писал, что «обратная связь представляет собой свойство, позволяющее регулировать будущее поведение прошлым выполнением приказов» [48, с. 45].

Концепция обратных связей имеет непосредственное отношение к объяснению внутренних механизмов обеспечения устойчивости экономических систем в координатах гомеостатического подхода. Идея гомеостаза как

свойства организма поддерживать параметры в определённых границах, основанное на внутренней устойчивости организма к возмущающим воздействиям внешней среды, была впервые сформулирована еще в 1878 г. К. Бернаром [206]. Однако комплексное представление о гомеостазе для обоснования моделирования различного рода систем с обратной связью применил У.Р. Эшби. В дальнейшем гомеостатикой занимались Р. Харди, Г.Н. Кассиль, В.М. Дильман, Д.С. Саркисов, В.Н. Новосельцев, Ю.М. Горский.

В настоящее время под гомеостазом принято понимать саморегуляцию, способность открытой системы сохранять постоянство своего внутреннего состояния посредством скоординированных реакций, направленных на поддержание динамического равновесия; стремление системы воспроизводить себя, восстанавливать утраченное равновесие, преодолевать сопротивление внешней среды. Тем самым понятие гомеостаза напрямую отражает содержание категории «устойчивость» применительно к экономическим системам. В этой связи важно учитывать, что экономические открытые системы, будучи гомеостатичными, обладают рядом важнейших свойств: нестабильность (проявляется в том, что система тестирует наилучший вариант приспособления к изменениям); стремление к равновесию (вся внутренняя, структурная и функциональная организация систем способствует сохранению баланса); непредсказуемость (результатирующий эффект от определённого действия зачастую может отличаться от того, который ожидался).

Внутренним механизмом обеспечения гомеостаза является наличие в системе отрицательной обратной связи – она выражаются в реакции, при которой система отвечает так, чтобы изменить направление изменения на противоположное. Иначе говоря, в случае с отрицательной обратной связью изменение выходного сигнала системы приводит к такому изменению входного сигнала, которое противодействует первоначальному изменению.

Классическим примером отрицательной обратной связи является механизм рыночного ценообразования. Так, при недостаточном объеме производства товаров наблюдается рост цен, который, в свою очередь, является

экономическим стимулом к расширению производства и приводит в дальнейшем к снижению ценовых уровней. Описанная модель действует и в обратном направлении. Тем самым традиционный механизм взаимодействия спроса и предложения является иллюстрацией механизма достижения гомеостаза через действие отрицательных обратных связей.

Положительная обратная связь, напротив, выражается в усилении изменения переменной и поэтому не приводит к гомеостазу, а значит, оказывает дестабилизирующий эффект.

Выводы гомеостатики свидетельствуют о том, что устойчивым системам необходимы комбинации из обоих типов обратной связи. Поэтому очевидно, что в сложноструктурированных экономических системах, обладающих большими масштабами и состоящих из значительного количества элементов с разными иерархическими уровнями, присутствуют комбинации как из отрицательных, так и из положительных связей. При этом доминирование отрицательных обратных связей над положительными обуславливает устойчивость экономической системы. И наоборот – ситуация, при которой положительные обратные связи начинают преобладать над отрицательными, приводит к неустойчивому состоянию, вплоть до «катастрофических» изменений, связанных с переходом к совершенно новому состоянию гомеостаза.

Заметим при этом, что в рамках традиционной диалектической терминологии изменения первого рода принято называть эволюционными, второго – революционными. В этой связи нельзя не согласиться с позицией Л.Л. Савелло и Г.Н. Андреева: «гомеостаз в социально-экономических системах имеет свою диалектику. С одной стороны, он должен обеспечивать её равновесное состояние на определённом историческом моменте развития общества, с другой стороны, проявлять гибкость (чувствительность) к назревшим переменам в социально-экономической структуре общества, исходя из тенденций его поступательного развития» [209, с. 26].

В дальнейшем значительный вклад в разработку методологических аспектов проблематики устойчивости экономических систем внесло новое направление междисциплинарных исследований, получившее название «синергетика». Возникновение данного направления связывают с работами И. Пригожина, И. Стенгерс [196], Г. Хакена [257]. Развивая термодинамику неравновесных физических систем, И. Пригожин и И. Стенгерс обнаружили, что выявленные закономерности относятся к системам любой природы. Одновременно с этим Г. Хакен обнаружил, что кооперативные явления наблюдаются в самых разных системах: фазовые переходы, гидродинамические неустойчивости, динамика популяций, автокаталитические реакции представляют собой примеры синергетических эффектов. Причем при переходе из неупорядоченного состояния к порядку все эти системы ведут себя схожим образом.

В самом общем виде синергетика представляет собой междисциплинарное направление науки, изучающее общие закономерности явлений и процессов в сложных неравновесных системах (физических, химических, биологических, экологических, социальных и других) на основе присущих им принципов самоорганизации. При этом устойчивость функционирования систем, будучи органично вплетенной в процессы самоорганизации, выступает одним из наиболее значимых объектов исследования синергетики. Уточним при этом, что самоорганизация в синергетике существенно отличается от кибернетического понимания. Если в кибернетике под самоорганизацией принято понимать стабилизацию, сохранение заданного порядка или структуры, то в синергетике самоорганизация связана со всеми процессами самоконструирования, саморегуляции, самовоспроизведения систем различной природы [117, с. 56]. Иначе говоря, самоорганизация представляет собой процесс, который приводит к образованию новых структур. Поэтому синергетика в большей степени опирается на принцип положительной обратной связи, когда изменения, возникающие в системе, не подавляются и корректируются, а, напротив,

постепенно накапливаются и приводят к разрушению старой структуры и возникновению новой.

Терминологический аппарат синергетики, описывающий сложный механизм процессов самоорганизации и устойчивости систем, включает такие понятия, как энтропия, хаос, информация, флуктуации, точки бифуркации, фазовый переход, аттрактор и др. (см. таблицу 1; сост. автором).

Таблица 1 – Терминологический аппарат синергетики

Термин	Значение
Энтропия	Мера упорядоченности системы. Усиление порядка приводит к снижению энтропии. Усиление хаоса приводит к возрастанию энтропии.
Хаос	Отсутствие порядка и структуры; структура неопределенного типа
Информация	Передаваемая рядом сигналов мера дезорганизации
Флуктуации	Временное отклонение от состояния равновесия. В статистическом смысле – резкое отклонение в поведении от среднестатистического. Внутренние флуктуации – обусловлены естественными отклонениями в любой реальной структуре Внешние флуктуации – обусловлены взаимодействием системы с внешней средой
Точка бифуркации	смена установившегося режима работы системы
Фазовый переход	Переход системы из одного состояния в другое
Аттрактор	Совокупность внутренних и внешних условий, способствующих выбору самоорганизующейся системой одного из вариантов устойчивого развития; идеальное конечное состояние, к которому стремится система в своем развитии. Простой аттрактор – траектория развития системы является предсказуемой. Странный аттрактор – невозможно определить положение частиц (их поведение) в каждый данный момент, хотя они находятся в зоне аттрактора. Фазовый портрет странного аттрактора – это не точка и не предельный цикл, а некоторая область, по которой происходят случайные блуждания
Зона аттрактора	Пространство внутри аттрактора, в котором каждая частица (система), туда попавшая, постепенно смещается в заданном направлении
Диссипативная структура	Структура, которая возникает в крайне неустойчивом состоянии. Является временной структурой, приспосабливает систему к изменившейся внешней среде, снижает энтропию системы
Фрактал	Самоподобная структура, чье изображение не зависит от масштаба. Рекурсивная модель, каждая часть которой повторяет в своем развитии развитие всей модели в целом
Автокатализ	Положительная обратная связь

В самом общем виде механизм самоорганизации системы в синергетическом описании выглядит следующим образом. Функционирующая открытая система, обладая определенной устоявшейся структурой, подвергается постоянным флуктуациям как внутреннего, так и внешнего характера. Нарастание флуктуаций на фоне отсутствия адекватных адаптационных механизмов их подавления постепенно приводит систему в неустойчивое состояние, за которым следует точка бифуркации и фазовый переход в новое состояние с новой структурой. В связи с тем, что в точке бифуркации флуктуации играют решающую роль, траектория перехода носит случайный характер и определяется через выбор системой одного из нескольких возможных аттракторов (путей развития).

Таким образом, с позиции рассматриваемой в диссертации проблематики устойчивости экономических систем в целом и рынка капиталов в частности, важно учитывать ряд принципиальных аспектов:

- развитие открытых экономических системы в долгосрочном плане осуществляется посредством периодической смены устойчивых и неустойчивых состояний;

- устойчивость либо неустойчивость системы обуславливается тем, какие обратные связи в системе преобладают – положительные или отрицательные;

- в период неустойчивого состояния системы возрастает значимость воздействия на существующие адаптационные механизмы гашения флуктуаций;

- выбор желаемой траектории развития системы после прохождения точки бифуркации возможен на основе коррекции взаимодействия между элементами системы в процессе формирования новой диссипативной структуры с ориентацией на заданные характеристики.

Неустойчивые состояния неизбежны, но мы можем повлиять на динамику процесса, на периодичность и частоту возникновения кризисных ситуаций. В то же время синергетический механизм описания процессов самоорганизации

систем иллюстрирует сложность управленческих внешних воздействий, направленных на обеспечение устойчивости функционирования систем.

В последнее время синергетика прочно вошла в методологический инструментарий экономических исследований [9; 45; 159; 165; 249]. Популярность синергетики и ее значимость для объяснения закономерностей развития экономических систем достаточно наглядно иллюстрируют Л.П. Евстигнеева и Р.Н. Евстигнеев: «Синергетика позволяет осмыслить содержание рыночной макроэкономики как особый тип, обладающий единством традиционного узкого и широкого объекта экономики, который мы назвали синергетической схемой экономики. Вне синергетической методологии невозможно подойти к пониманию рыночной макроэкономики. К определению ее пространственных и временных стратегических горизонтов. К постижению особенностей соединения обратимого и эволюционного, необратимого времени. К структурному строению экономики как синергетической системы» [88, с. 8].

Впрочем, имеются и весьма скептические суждения, в которых подвергается сомнению перспективность использования методологического аппарата синергетики к областям гуманитарных знаний. В.Б. Губин в этой связи достаточно категоричен: «Выскажу опасение и возражение против такого интенсивного внедрения синергетики в общественные науки. Оно заключается в полном непонимании того, что такое синергетика... в неизбежном результирующем назывании применением синергетического подхода простого сопровождения словом «синергетика» различных необоснованных утверждений, выдаваемых за научные...», «заявляемые предложения новых, каких-то синергетических подходов... в действительности оборачивается в первую очередь отбрасыванием прежних, уже апробированных подходов и теорий, прерыванием естественного развития познания и наук» [70, с.19-20]. Одновременно с этим В.Б. Губин указывает на имеющую место объективную сложность применения синергетики в гуманитарных областях знания: «...у синергетики есть особая трудность обоснования применения наработанных

феноменологических уравнений в новых условиях, а для многих ситуаций требуется конкретный расчет с уровня элементов» [70, с. 23].

Действительно, основная методологическая сложность корректного применения синергетического подхода к исследованию экономической материи состоит в адекватной интерпретации выводов синергетики. Другими словами, возникает много вопросов, связанных с конкретизацией тех или иных терминов синергетики в их переложении на область экономических отношений. Например: какова природа флуктуаций и каков их характер применительно к разного рода экономическим системам? Каковы критерии отнесения той или иной экономической системы к равновесной либо неравновесной? Какие причины обуславливают наличие и динамику изменения соотношения между положительными и отрицательными связями в экономических системах? Чем конкретно выражены данные связи – взаимодействием только между субъектами (непосредственно экономическими отношениями) и/или соотношениями между экономическими категориями, выступающими научными абстракциями? Каковы каналы «энергетического» обмена экономических систем с внешней средой? Как происходят процессы самоорганизации во вложенных друг в друга системах – когда внешней средой для данной системы является система более высокого порядка? Каков механизм выбора траектории фазового перехода и насколько он может быть назван случайным в условиях наличия регулирующих воздействий? Наконец, чем можно объяснить разные временные лаги между флуктуациями и последствиями от их воздействия для разных экономических систем в разных условиях функционирования?

В этой связи, по мнению автора, в контексте разработки проблематики устойчивости рынка капиталов достаточно продуктивным представляется дополнение выводов системного подхода и синергетики методологическим аппаратом институциональной теории. Причем продуктивность объясняется тем, что методология институциональной теории, будучи ориентированной на выявление устойчивых правил поведения участников экономических

отношений в определённых исторических условиях, позволит вскрыть внутренние механизмы процессов самоорганизации экономических систем, объяснить природу их устойчивого либо неустойчивого функционирования. Впрочем, нельзя не обратить внимание на тот факт, что сложность обозначенного методологического синтеза синергетики и институционализма связана с неоднородностью самого институционального направления, его многоаспектностью и разнонаправленностью при объяснении конкретных явлений социально-экономической жизни общества и индивидов.

Попытки синтеза методологии синергетики и институционализма в последнее время становятся все более популярными [43; 75; 107; 135; 238; 250]. Так, Н.В. Лисичкина объединяет синергетический и институциональный подходы для создания достоверной и адекватной экономической модели инвестиций, при этом напрямую затрагивает аспект обеспечения устойчивости экономических систем: «Синергетико-институциональная концепция управления инвестициями рассматривает экономические структуры как многоаспектные образования и многомерные образования, определяющие и проявляющие внутреннее устройство и его составляющих – от социально-экономической систем до индивидов. Они являются по существу основой экономических систем, обеспечивающей им качественную особенность и устойчивость» [140, с. 8]. Между тем Н.В. Лисичкина акцентирует внимание на управленческих вопросах синтеза данных методологических подходов и не раскрывает их взаимосвязь с позиции разных уровней экономических отношений. В контексте более глубокого понимания совокупности причинно-следственных связей в экономических явлениях в рамках методологического синтеза синергетики и институционализма представляется весьма продуктивной гипотеза В.Ф. Исламутдинова о том, что «экономическая эволюция имеет четкую направленность на снижение энтропии как экономики в целом, так и отдельных экономических акторов, а институциональная среда лишь способствует естественным процессам самоорганизации и снижения

энтропии. Причем эволюция экономических институтов также идет в направлении повышения их энтропийной эффективности» [107, с. 5].

Итак, уточним теперь содержание и особенности методологии институциональной школы экономической науки. В общем виде под институционализмом принято понимать направление в экономической мысли, исходящее из постулата, что общественные обычаи регулируют хозяйственную, экономическую деятельность. Смысл институционального подхода состоит в том, чтобы не ограничиваться анализом экономических категорий и процессов в чистом виде, а включить в анализ институты, учитывать внеэкономические факторы. При этом современный институционализм включает значительное количество школ и ответвлений. В отечественной экономической науке подходы к исследованию институционализма также разнообразны [67; 106; 142; 171; 176; 177; 178; 191; 201; 232; 253; 254; 266; 269]. Весьма интересную в этой связи классификацию институциональных концепций в схематическом виде дает Р.М. Нуреев (см. рисунок 1).

Причем следствием разнообразия подходов является и методологическая неоднородность, в частности, противопоставление методологического индивидуализма холизму. Если первый ориентирует на объяснение институтов через потребность индивидов в существовании рамок, структурирующих их взаимодействия в различных сферах (индивиды первичны, институты вторичны), то второй объясняет поведение и интересы индивидов через характеристики институтов, которые определяют их взаимодействия (институты первичны, индивиды вторичны) [178, с. 28].

В рамках данного диссертационного исследования мы не будем вдаваться в экскурс по направлениям институциональной теории, а сосредоточим внимание на двух ключевых аспектах, которые напрямую связаны с проблематикой устойчивости экономических систем в целом и рынка капитала в частности.

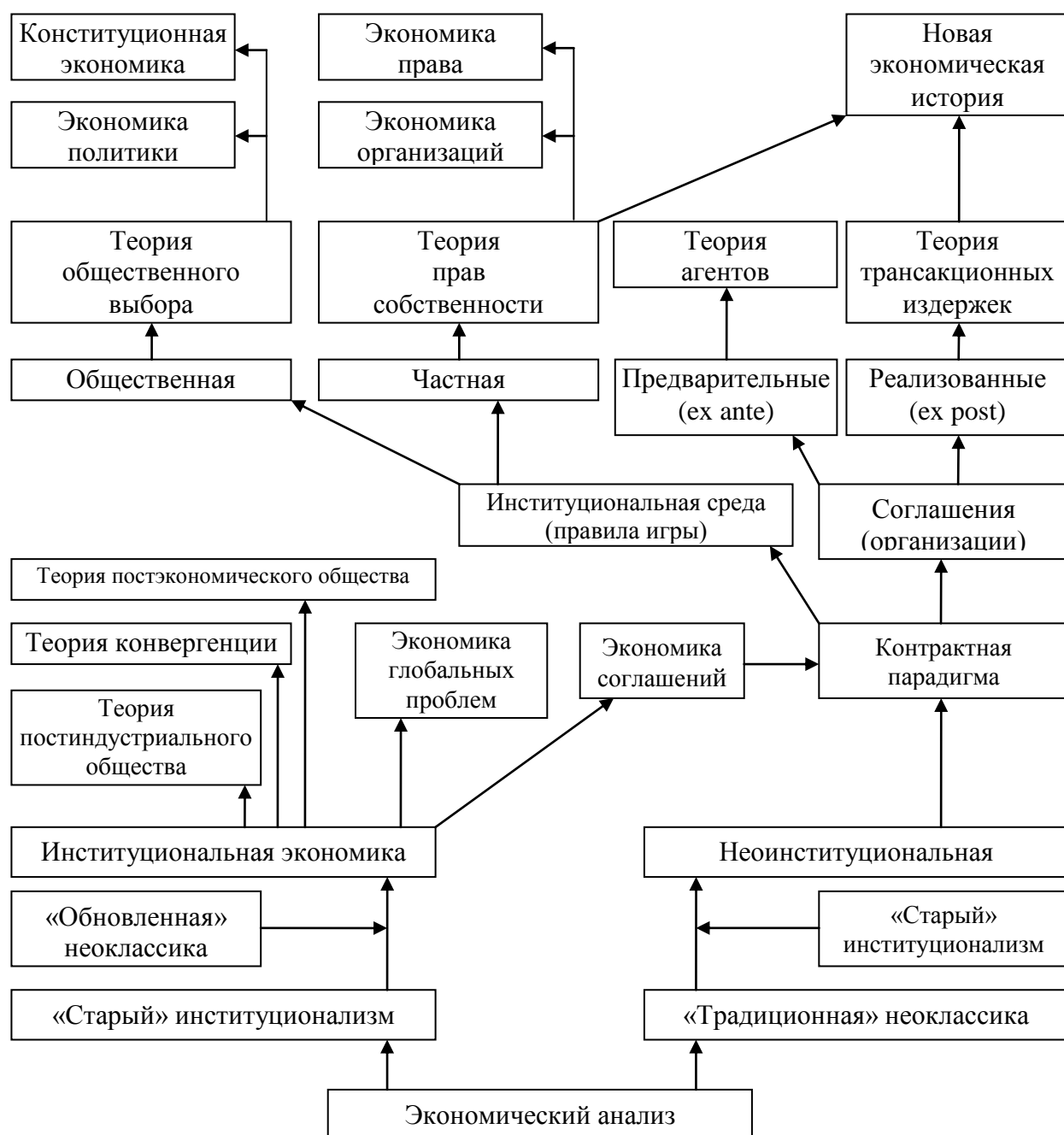


Рисунок 1 – Классификация институциональных концепций [175, с. 6]

В первую очередь обратим внимание на то, что экономические отношения (чтобы можно было говорить об их системности) должны быть определенным образом упорядочены. Причем упорядоченность, будучи ориентиром поведения экономических агентов, носит как неформальный, закреплённый распространёнными социально-экономическими практиками (в том числе вследствие эффекта копирования), так и формальный характер – когда нормы поведения закреплены органами власти и являются обязательными для исполнения. Причем как в первом, так и во втором случаях

одновременно закреплены санкции за нарушение установленных норм – как система, обеспечивающая целесообразность их соблюдения.

Таким образом, устойчивость экономической системы, ее способность к компенсации внутренних и внешних флуктуаций, к их адаптации, определяется устойчивостью норм экономического поведения как конкретных индивидов, так и их групп. Посредством институций – как норм и правил поведения, и институтов – как закрепленных формально ограничений поведенческих взаимодействий, осуществляется сочетание и согласование личных и общественных экономических интересов. В рамках системного подхода речь идет о том, что именно благодаря совокупности институций и институтов (в случае их адекватности) взаимодействие между экономическими субъектами в рамках системы приводит к генерированию суммарно большего результата, чем если бы субъекты действовали разрозненно.

Такой эффект называется синергетическим. Причем зачастую понимание синергетического эффекта напрямую связывается с устойчивостью экономических систем. Как аргументированно указывает А.А. Мясников, «будем понимать синергетический эффект в экономике как результат кооперативного действия элементов экономической системы, приводящий к изменению качественного состояния экономики и траектории ее развития, а равно к удержанию экономики на устойчивой траектории развития, несмотря экзогенные шоки и эндогенные флуктуации» [165, с. 56]. Заметим при этом, что необходимым условием существования синергетических эффектов является наличие в системе структурированно упорядоченных и иерархических связей – которые, в свою очередь, в институциональной плоскости рассмотрения и представляют собой нормы и правила поведения.

Иначе говоря, первый аспект понимания устойчивости экономических систем с позиции институциональной теории связан с тем, что сама упорядоченность экономических отношений посредством наличия совокупности различных норм приводит к равновесности и устойчивости экономической системы, понимаемой, как было описано ранее, через

способность ее (системы) восстанавливать исходный или близкий к исходному режим функционирования при наличии внешнего воздействия.

Второй аспект связан со способностью институтов, выступающих регуляторами экономического поведения, изменяться во времени. В данном случае мы говорим о понятии институциональной инерции – являющейся, в свою очередь, частным случаем инерционности экономической материи в целом [217]. Нередко инерционность экономического развития называется эффектом его исторической обусловленности (path-dependency) [79].

Понимаемая как способность того или иного объекта сохранять собственное состояние, инерционность достаточно близка к устойчивости. Более того, именно инерционность (в данном аспекте рассмотрения – институциональная инерционность) во многом объясняет причины устойчивости систем – экономические отношения, будучи определенным образом упорядоченными благодаря системе формальных и неформальных институтов, не способны изменяться мгновенно. Внешние флуктуации, изменяющие среду, не будут моментально приводить к трансформации институтов, поскольку поведение экономических агентов по большей части рутинно. Рутинные процедуры снижают информационные издержки и издержки мониторинга у фирм, предупреждают оппортунизм, формируют непрерывность и предсказуемость в процессе организации повседневной жизни у домашних хозяйств и индивидов [178, с. 378], напрямую определяют приоритеты в принятии тех или иных экономических решений [213]. В этой связи уместно упомянуть, что один из основателей институционализма Т. Веблен определял институты как «привычный образ мышления людей, который имеет тенденцию продлевать свое существование неопределенно долго» [47, с. 202]. Отсюда следует достаточно значимый для дальнейших рассуждений вывод о том, что устойчивость рынка капиталов будет зависеть от устойчивости совокупности формальных и неформальных норм, его регламентирующих, а также от количества участников на нем, сложности связей и способов институционального взаимодействия между ними, структуры рынка и пр.

Итак, сформулируем основные выводы.

Устойчивость экономических систем выражается в их способности противостоять изменениям во внешней и внутренней среде, что проявляется в выполнении системой своих основных функций и сохранении базовой структуры. Объяснение механизма обеспечения устойчивости представляется достаточно продуктивным на основе методологического синтеза синергетики и институционализма. Синергетический подход позволяет описать сложный механизм перехода экономической системы из устойчивого в неустойчивое состояние как процесс самоорганизации данной системы вследствие её взаимодействия с внешней средой, в том числе через выявление взаимодействия между положительными и отрицательными обратными связями. Однако при этом возникает объективная трудность, связанная с адекватной интерпретацией выводов синергетики применительно к конкретной экономической системе. В этой связи опора на методологию институционализма, ориентированного на выявление устойчивых правил поведения экономических агентов, позволяет вскрыть внутренние механизмы процессов самоорганизации экономических систем, объяснить природу их устойчивого либо неустойчивого функционирования. При этом в основе устойчивого развития экономических систем лежит устойчивость институтов и институциональная инерционность. Описанный механизм является необходимой методологической предпосылкой для дальнейшего исследования проблематики устойчивости рынка капиталов в условиях глобализации

1.2. Содержание, эволюционные аспекты и специфика устойчивости рынков капитала

Экономические системы не однородны, отличаются разными масштабами и областями функционирования, разными экономическими отношениями и разной институциональной упорядоченностью. Несмотря на наличие общих закономерностей, представленных в предыдущем параграфе, устойчивость той или иной экономической системы, объяснение основных причин её перехода в неустойчивое состояние, а значит, и обоснование адекватных мер для предупреждения «катастрофических» сценариев развития, имеют свою специфику в зависимости от характера той либо иной системы. Применительно к рынку капитала это означает необходимость выявления его особенностей, на основе чего становится возможной конкретизация понятия «устойчивость рынка капитала».

Капитал является одной из фундаментальных категорий экономической науки. Основоположники ключевых школ экономической теории посвятили изучению данного феномена свои фундаментальные работы. Среди них выделяются «Капитал» К. Маркса, «Исследования о природе и причинах богатства народов» А. Смита, «Капитал и прибыль» Е. Бем-Баверка, «Финансовый капитал» Р. Гильфердинга, «Природа капитала и прибыль» И. Фишера, «Распределение богатства» Дж.Б. Кларка, «Стоимость и капитал» Дж. Хикса и др. Среди работ, вышедших в последнее время, следует особо отметить фундаментальное исследование А.В. Бузгалина и А.И. Колганова «Глобальный капитал» [32; 33].

Вместе с тем, несмотря на значимость, распространенность, всеобщую употребимость, в экономической теории по-прежнему отсутствует единство мнений в отношении сущности и содержания данной категории. Впрочем, во многом это объясняется различными углами зрения тех или иных исследователей. Сошлемся в этой связи на существенное методологическое замечание В.Н. Тарасевича: «Научное определение любой категории является

не столько текстуальным, сколько контекстуальным. С одной стороны, сама категория выбирает и формирует адекватный себе контекст... С другой стороны, контекст формирует и определяет смысл категории, позволяя не только его понять, но и объяснить, не только постулировать, но и вывести. Разные контексты формируют соответствующие нетождественные смыслы данной категории и таким образом обогащают ее содержание независимо от того, являются ли они взаимозаменяемыми, конкурирующими или взаимодополняемыми» [234, с. 5-6]. Более того, на проблему разных контекстов рассмотрения зачастую накладываются сложности перевода, связанные с разной смысловой нагрузкой тех или иной категорий в тех или иных языках.

По нашему мнению, при определении категории «капитал» следует исходить из распространенного суждения о том, что это определенная сумма благ в виде материальных, денежных и интеллектуальных средств, используемых в качестве ресурса в дальнейшем производстве; капитал есть сумма так называемых капитальных благ, т.е. благ по производству других благ» [156]. Как указывает в этой связи О.А. Бондаренко «...в современной экономической теории капитал определяется как ресурс, создаваемый с целью производства большого количества экономических благ» [29, с. 6]. В данном случае обратим внимание на ряд принципиальных аспектов.

Во-первых, капитал отождествляется именно с суммой, запасом благ, с необходимостью их аккумуляции. В данном случае имеется в виду, что экономический смысл дальнейшего использования капитала предполагает наличие определенной совокупности ресурсов. Конечно, сама «совокупность», её размеры всегда относительны. Тем не менее, инвестирование, как процесс капиталобразования, становится целесообразным лишь при наличии определенного «порога» накопленного запаса для той или иной сферы деятельности. И, наоборот, недостаточность ресурсов является принципиальным препятствием для организации какого-либо дела, проекта.

Во-вторых, наличие «капитала» как запаса, является необходимой предпосылкой для получения будущих благ, но не единственной. Появление

будущих благ связано с использованием капитала, с его движением, в процессе которого могут зачастую наблюдаться преобразования натурально-вещественной формы. Так, денежные средства в форме тезаврационных накоплений, будучи находящимися без движения «знаками стоимости», не могут считаться капиталом. Таковым они станут, например, в случае предоставления на условиях возвратности, срочности, платности, что создает возможность получения в будущем ссудного процента.

В-третьих, нельзя не учитывать наличия временного аспекта. Между моментом вложения капитала и возможностью получать блага существует разрыв во времени. Для разных сфер экономической деятельности временные лаги различны, тем не менее, мгновенное получение результата невозможно.

В-четвертых, формы существования капитала многообразны, при этом агрегировано можно выделить три формы – реальный, материальный капитал (как совокупность средств производства и предметов труда, а также земельных ресурсов), финансовый капитал (в виде денег и ценных бумаг), нематериальный, интеллектуальный (знания, способности). Такое деление, в свою очередь, является основным классификационным критерием для характеристики рынков факторов производства. Поэтому разные формы существования капитала одновременно иллюстрируют сложный и многообразный характер сочетания факторов производства (ресурсов) в современных экономических системах, на текущем этапе развития производительных сил.

В-пятых, по мере развития экономики возникает необходимость понимания капитала как социальной категории, поскольку процесс создания благ опосредуется социально-экономическими отношениями. Ключевое значение именно такому пониманию капитала уделяется в рамках марксистской теории. Как указывал К. Маркс, «Капитал – это не вещь, а определённое, общественное, принадлежащее определённой исторической формации общества производственное отношение, которое представлено в вещи и придаёт этой вещи специфический общественный характер» [149, с. 886].

Поэтому Маркс считал капитал самовозрастающей стоимостью, рождающей прибавочную стоимость, источником которой, в свою очередь, является труд наемных рабочих. Данная трактовка основана на особых методологических предпосылках и соответствующем уровне научного абстрагирования при рассмотрении экономической действительности. Тем не менее, в условиях товарного производства и общественного разделения труда капитал всегда следует рассматривать именно как социально-экономическую категорию, опосредующую социально-экономические отношения.

В отношении использования категории «рынок капитала» также имеются различные подходы. В наиболее широком смысле это рынок, на котором можно купить или продать капитал в той или иной форме. В теории инвестирования это рыночный институт, предоставляющий возможности как для инвестирования капитала, в том числе и с гарантированным доходом, так и для внешнего финансирования в безвозвратной форме или с учетом погашения полученных сумм и уплаты процентов за их использование [52, с. 710]. С позиции срочности финансовых инструментов рынок капитала противопоставляется денежному рынку, считается, на нём ресурсы привлекаются на срок более одного года.

В рамках данного диссертационного исследования мы будем исходить из ставшего традиционным в отечественной литературе рассмотрения рынка капитала как одного из рынков факторов производства (наряду с рынком труда и рынком земли). В то же время, как было показано ранее, формы существования капитала многообразны, в этом смысле он подразделяется на материальный, финансовый и нематериальный. Первый и третий аспекты не входят в сферу нашего внимания. Иначе говоря, капитал нами будет рассматриваться в «финансовом» аспекте, как совокупность экономических отношений, опосредующих процесс движения стоимости в денежной форме в целях обеспечения прироста стоимости в будущем. При этом формы прироста стоимости (как будет показано в дальнейшем) могут быть разнообразны и в современных условиях не ограничиваются возможностью потребления

материальных и нематериальных благ. Так же как и способы движения стоимости в денежной форме крайне разнообразны (ссудный капитал, фиктивный капитал и т.д.).

С одной стороны, поскольку речь не идёт о материальном и нематериальном капиталах, можно использовать термин «финансовый капитал». Однако это не соответствует сложившейся в отечественной экономической науке традиции понимания финансового капитала как продукта сращивания промышленного и банковского капитала [127, с. 4], что связано с идеями Р. Гильфердинга, который говорил о процессе унификации промышленного, банковского и торгового капитала в финансовый капитал, выступающего в начале XX века в форме капитала крупнейших банков, применяемого в крупной промышленности [58]. В этой связи еще раз подчеркнем значимость контекстуального аспекта рассмотрения той либо иной экономической категории.

По нашему мнению, систематизация совокупности экономических отношений (в целях дальнейшего рассмотрения вопросов его устойчивости), существующих на современном рынке капитала, должна основываться на конкретизации многообразия экономических интересов его участников. В этой связи представляется весьма интересным схематическое представление структуры рынка финансового капитала, данное М.Ю. Таракановым (рисунок 2). По его мнению, финансовый капитал нецелесообразно полностью отождествлять со ссудным капиталом, поскольку существуют отношения совладения, являющиеся финансовыми, но не соответствующими принципам возвратности и срочности, которые, в свою очередь, выступают ключевыми для отношений займа, опосредуемых на рынке ссудных капиталов. В то же время недопустимо противопоставление рынка ссудных капиталов и рынка ценных бумаг, поскольку на последнем продаются и покупаются долговые ценные бумаги. В результате в данном схематическом представлении рынок ссудных капиталов и рынок ценных бумаг «пересекаются». Кроме того, современный финансовый рынок помимо рынка кредитов и рынка ценных бумаг включает

валютный рынок и рынок страховых услуг, а также прочие финансовые услуги, не связанные с движением капитала (консалтинг, доверительное управление, расчеты и пр.) [233, с. 12].

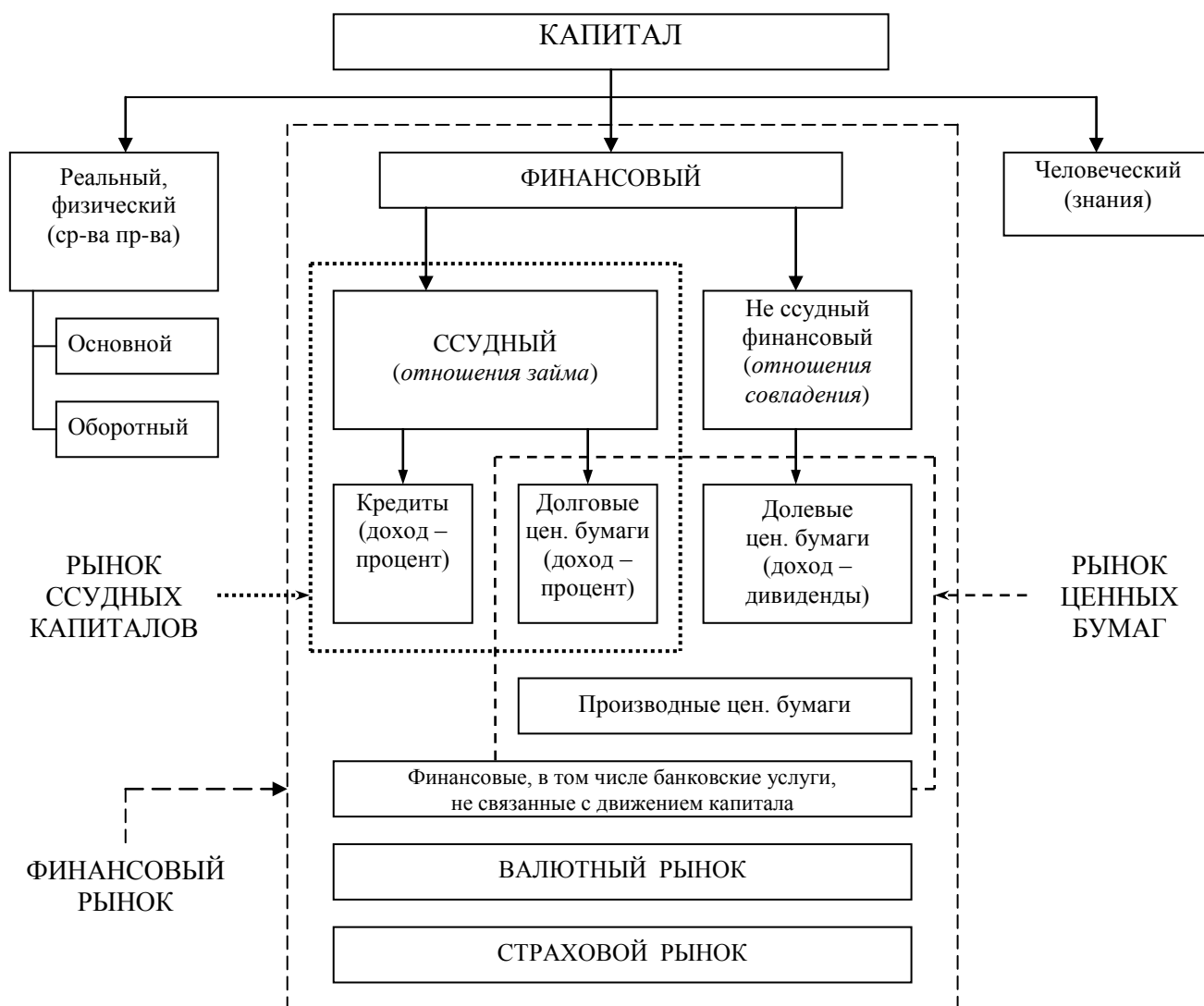


Рисунок 2 – Сегменты рынка капиталов [233, с. 12]

Развивая совокупность представленных тезисов, можно сделать авторский вывод о двухуровневой системе экономических отношений современного этапа развития рынка капитала. Первый уровень представлен совокупностью отношений, детерминированных экономическими интересами, обусловленными местом субъектов рынка в системе общественного воспроизводства, необходимостью обслуживания производства и потребления. Второй уровень является следствием развития первого уровня. При этом экономические интересы его участников не связаны непосредственно с

производством и потреблением материальных благ – эта связь теперь носит косвенный характер и является следствием избытка капитала, с одной стороны, и избыточного наличия финансовых инструментов, служащих средством притяжения капитала, с другой стороны. В координатах исторического материализма данные уровни можно обозначить как базис и надстройка – первый уровень создает фундамент для развития второго. Однако постепенно экономические отношения, функционирующие на втором уровне, начинают доминировать над экономическими отношениями первого уровня. Сошлемся в этой связи на существенное методологическое замечание В.М. Мелиховского о том, что в экономической модели могут выделяться статичные и динамичные отношения, в связи с чем должны учитываться временные параметры [155, с. 165].

В таблице 2 (сост. автором) в сжатом виде дана характеристика первого уровня экономических отношений на рынке капитала. Дальнейшее рассмотрение вопросов устойчивости рынка капиталов и его сегментов предполагает анализ специфики представленных рынков.

Под кредитным рынком (рынком ссудного капитала) традиционно понимается экономическое пространство, в рамках которого происходит движение ссудного капитала, а именно – предоставление ссуженной стоимости на условиях возвратности, срочности и платности. Экономические отношения, опосредуемые данным рынком, эволюционно возникли первыми (в сравнении с другими сегментами рынка капитала) и объективно обусловлены особенностями кругооборота капитала, прежде всего такими, как постоянное образование денежных ресурсов и возникновение временных дополнительных потребностей в них, различная продолжительность оборота средств у разных экономических агентов. Особая значимость кругооборота кредитного ресурса в современных условиях подчеркивается Б.Д. Бабаевым и А.Ю. Родниной [13].

Таблица 2 – Характеристика базового уровня развития рынка капитала и его сегментов

Сегмент рынка капитала	Экономические отношения	Экономические интересы	Институциональное оформление экономических отношений
Кредитный рынок (рынок ссудных капиталов)	Займ – движение стоимости на основе возвратности, срочности, платности	У потребителей капитала: 1) получение кредитных ресурсов, возможность увеличения масштабов деятельности; 2) превышение прибыли от основной деятельности над величиной процента; 3) обеспечение непрерывности производственного процесса, и др. У поставщиков капитала: 1) размещение временно свободных денежных средств и получение процентов в будущем; 2) для владельцев долговых ценных бумаг – возврат капитала до наступления срока платежа через продажу на рынке; для владельцев векселей – оплата товаров и услуг, и др.	Контракты (кредитный договор, договор займа); Долговые ценные бумаги (облигации, векселя и др.),
Рынок акций (акционерный капитал)	Совместное владение	У эмитентов: 1) аккумуляция значительного объема ресурсов у многих инвесторов; 2) возврат привлеченного капитала не предусмотрен; 3) выплаты дивидендов, как правило, не обязательна; 4) размер дивидендов не зависит от прибыли. У инвесторов: 1) право на часть прибыли в виде дивидендов; 2) право на участие в управлении; 3) право на ликвидационную стоимость.	Акции
Валютный рынок	Обмен валют	Международная торговля	Контракт
Рынок деривативов, производных финансовых инструментов	Хеджирование	Наличие риска неблагоприятного изменения цен в будущем	Срочный контракт

В общем виде кредитный рынок представляет собой «сферу рыночных отношений, в которой происходит аккумуляция, распределение и перераспределение кредитных ресурсов, необходимых для обеспечения непрерывности и эффективности общественного воспроизводства» [248, с. 458]. Впрочем, как отмечает Н.Е. Бровкина, терминологически понятие кредитного рынка шире понятия рынка ссудных капиталов, так как кредит помимо денежной формы может иметь товарную при продаже товаров с отсрочкой платежа [31, с. 23].

Кредитные отношения выступают необходимым элементом современной экономики, цементирующим процессы производства, распределения, обмен и потребления материальных благ. Соответственно от степени развития кредитного рынка, его устойчивости, зависит успешность функционирования национальной экономической системы в целом, что прежде всего объясняется разрешением известной в экономической науке проблемы трансформации общественных сбережений в производственные инвестиции [180]. Действительно, роль кредитных отношений в современной экономике трудно переоценить. Как отмечает О.И. Лаврушин, кредит «создает условия для расширения и ускорения процесса производства и обращения, превращает неиспользуемые, неработающие ресурсы в капитал. Дает товаропроизводителям возможность, не приостанавливая производство, обеспечивать его непрерывность. Доступность кредита позволяет его получателю иметь конкурентные преимущества, удовлетворять потребности, которые в ином случае могли бы быть реализованы лишь через определенное время» [137, с. 24; 202].

С учетом специфики исследуемой в работе проблематики устойчивости рынков капитала, акцентируем внимание на том, что существование экономических отношений займа, предусматривающих возвратность ссуженного капитала с процентом в установленный срок, обусловлены совпадением экономических интересов участвующих сторон. Так, потребители капитала заинтересованы в получении кредитных ресурсов для увеличения масштабов деятельности, расширения объемов производства, обеспечения непрерывности воспроизводственного процесса и т.д. Поставщики капитала благодаря кредиту имеют возможность размещения временно свободных денежных средств с получением прироста капитала в виде процентов.

В этой связи важно подчеркнуть, что многие экономисты связывают этимологию понятия «кредит» с термином «credo» (верю, доверяю). Действительно, в западных источниках кредит нередко обозначается как «...доверие, которым пользуется лицо, взявшее на себя обязательство будущего

платежа, со стороны лица, имеющего право на этот платеж, – т.е. доверие, которое заимодавец оказывает должнику» [138, с. 7]. Такую трактовку сформулировал известный экономист В. Лексис. Заметим, что данный автор одновременно указывает на необходимость более глубокого понимания значимости доверия в развитии кредитных отношений: «...ежедневный опыт показывает, что заимодавцы (кредиторы) питают по отношению к платежеспособности и платежготовности должников больше недоверия, чем доверия; они поэтому требуют гарантий для обеспечения возможно более полной защиты своих интересов от потерь, связанных с кредитными отношениями. Таким образом, доверие заимодавца для осуществления кредита решающего значения не имеет» [138, с. 7]. Немаловажно и то, что доверие между экономическими агентами ведет к снижению трансакционных издержек [236, с. 6].

В этой связи можно обозначить наличие доверия со стороны экономических агентов, выступающих участниками рынка ссудных капиталов, как базовое условие его устойчивости. Именно снижение уровня доверия между участниками кредитного рынка на институциональном уровне ухудшает их ожидания относительно будущих сценариев развития событий и выступает причиной потенциальной неустойчивости рассматриваемого рынка, его неспособности восстанавливать исходный или близкий к исходному режим функционирования при наличии внешних возмущающих воздействий. Которые, в том числе, в реальной действительности связаны с ростом неисполнения контрактных кредитных обязательств участниками рынка. Приведем в этой связи интересное замечание С.В. Смирнова: «...одна из предпосылок существования кредитных отношений заключается в формировании соответствующих действительности ожиданий относительно поведения экономических субъектов, в предсказуемости деятельности. В случае с кредитом соответствие действий контрагента ожиданиям становится особенно важным, так как риск принимаемых индивидом решений определен действиями контрагента. В условиях взаимозависимости целерациональное

действие возможно лишь при наличии доверия в качестве нормы, регулирующей экономические отношения между индивидами. Доверие заключается в ожидании определенных действий окружающих (возврат ссуженных средств), которые влияют на выбор индивида (предоставить ссуду или нет), когда индивид должен начать действовать до того, как станут известными действия окружающих (предоставление ссуды предшествует ее возврату)» [221, с. 9-10].

Также в данных рассуждениях немаловажно обратить внимание на имеющую место разницу между устойчивостью рынка ссудного капитала и его равновесностью, описываемую в микроэкономике. В этом случае речь идет о том, что рыночное равновесие достигается в точке пересечения кривой спроса на капитал и кривой его предложения, которое, в свою очередь, определяет рыночную цену капитала. Соответственно любые изменения в спросе на капитал или его предложении приведут к изменению условий рыночного равновесия, что проявится в изменении цены капитала и его равновесного количества. При этом следует учитывать, что общая для всех ставка процента может сформироваться только на совершенно конкурентном рынке капитала [136, с. 270].

Далее обратим внимание на имеющую место институциональную неоднородность рынка. Его сегментированность обусловлена разными формами фиксации экономических отношений займа между поставщиками и потребителями ссудного капитала, выражающимися в специфике контрактов, закрепляющих права и обязанности сторон, с одной стороны, и отражающих механизмы реализации экономических интересов участвующих контрагентов, с другой стороны. В этой связи агрегировано выделим два основных подсегмента: рынок банковских кредитов и рынок долговых ценных бумаг. И в том, и в другом случае, речь идет о необходимости посредничества между конечными потребителями и поставщиками капитала, поскольку в реальности постоянно возникает проблема несовпадения сроков и размеров движения ссуженной стоимости.

На банковском рынке основными институциональными участниками выступают коммерческие банки, а также многочисленными и разнообразными небанковские кредитные институты. Современные банковские рынки имеют сложную структуру, включают значительное количество игроков и многообразные связи между ними, обслуживают разные сферы деятельности и сектора экономических систем. В этой связи можно говорить о множественности критериев разграничения структурных элементов банковских рынков: в зависимости от объектов купли-продажи, целевых группы потребителей, пространственного охвата и пр.

Согласимся с тем, что банковские рынки на сегодняшний день опосредуют не только движение ссудного капитала. Современные банковские институты реализуют широкий спектр продуктов и услуг – инвестиционных, расчетно-кассовых, трастовых, консультационных и пр. Поэтому в последнее время банковский рынок чаще обобщенно рынком банковских продуктов и услуг [63]. Тем не менее, экономические отношения, подразумевающие возврат ссуженной стоимости, доминируют как в процессе формирования банковских пассивов, так и в процессе размещения банковских активов. Так, на начало 2015 г. пассивы российского банковского сектора на 79,5% были сформированы за счет ресурсов, привлеченных на возвратной основе (см. рисунок 3). В составе активов доля ссудного капитала составила 64,6% (см. рисунок 4).

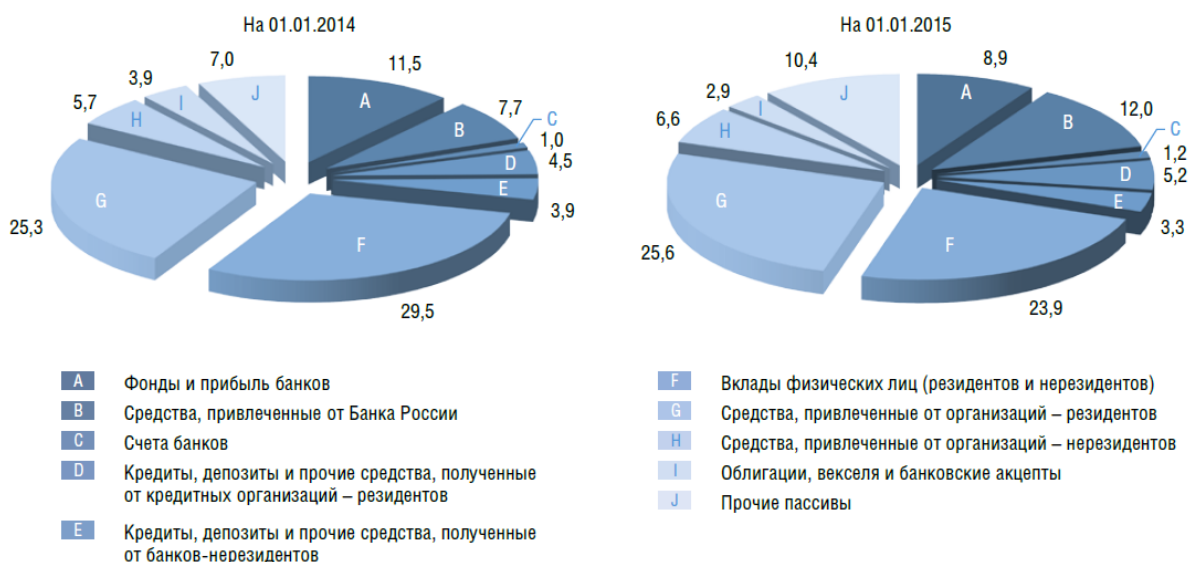


Рисунок 3 – Структура пассивов банковского сектора России, % [288, с.18]

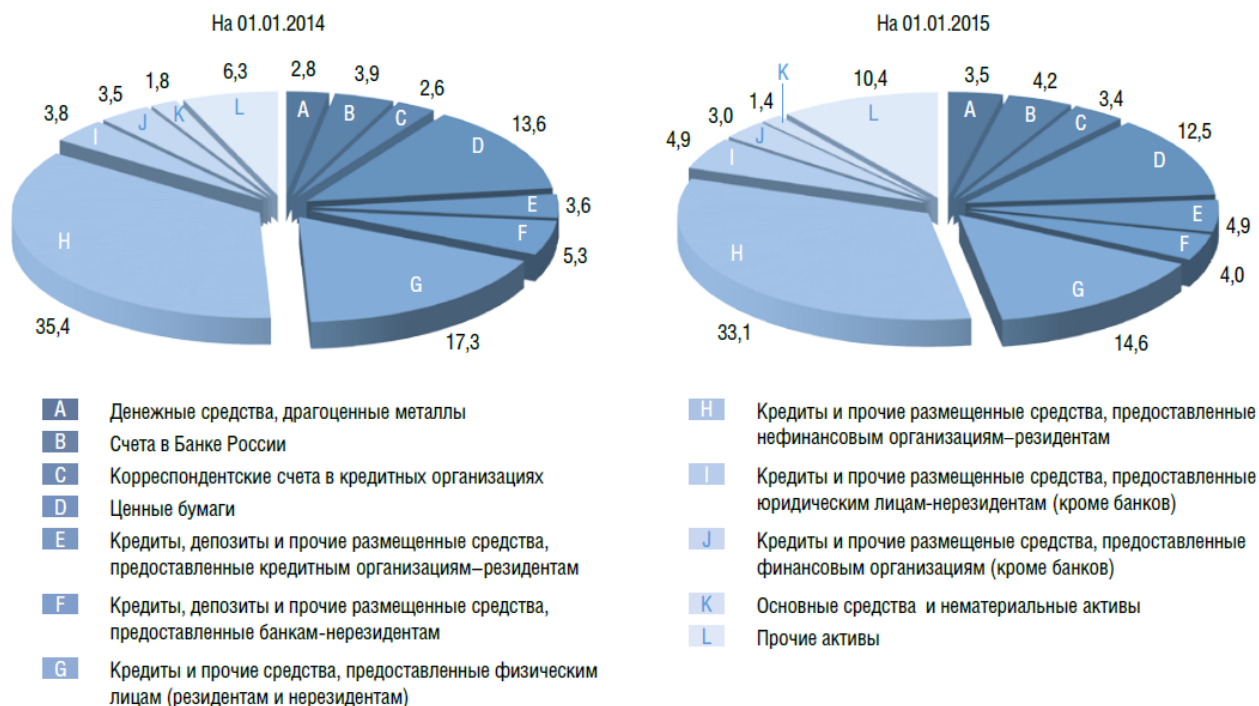


Рисунок 4 – Структура активов банковского сектора России, % [288, с. 22]

Поэтому возможность устойчивого функционирования банковского рынка определяется в первую очередь наличием эффективной системы управления кредитными рисками банковской деятельности, под которым понимается риск возникновения у кредитной организации убытков вследствие неисполнения, несвоевременного либо неполного исполнения должником финансовых обязательств перед кредитной организацией в соответствии с условиями договора [41, с. 48].

Кроме того, одна из основных функций банков в современной экономике – обслуживание института обмена посредством проведения платежей – также опирается на кредитные отношения, поскольку безналичный денежный оборот имеет кредитную природу. В этом аспекте устойчивость функционирования банковского сектора крайне важна и для стабильного развития экономической системы в целом. Возможные нарушения в функционировании платежной системы, сбои в проведении транзакций, могут приводить не только к замедлению экономического развития в целом в долгосрочном плане, но и провоцировать панические настроения среди фирм и домохозяйств,

сопровождаться ускорением инфляционных процессов на краткосрочных временных интервалах.

Потому наряду с эффективным управлением кредитным риском, важный аспект устойчивости банковских рынков связан с адекватным подавлением риска ликвидности, обусловленным возможным несопадением сроков между требованиями и обязательствами. Именно эффективное управление данным риском позволяет банкам не только своевременно возвращать привлеченный капитал, но и бесперебойно выполнять требования клиентов по безналичному перечислению денежных средств, а также выдавать наличные деньги со счетов.

Обратим внимание на тот факт, что в экономической литературе устойчивость банковского рынка трактуется и в более широком смысле. Как указывает О.И. Лаврушин, «устойчивость развития банковской системы можно адресовать не только к системе в целом, но и отдельным банковским институтам. Примером этого могут служить моральная устойчивость, устойчивость направлений деятельности, операционная устойчивость, устойчивость во времени, кадровая устойчивость, организационная устойчивость» [15, с. 22].

Другим важнейшим сегментом рынка ссудного капитала выступает рынок долговых ценных бумаг, состоящий, в свою очередь, из рынка облигаций и рынка векселей. Несмотря на общую для данных инструментов долговую природу, облигации и векселя имеют существенные отличия, обусловленные контрактно-институциональной спецификой реализации экономических интересов участников и отражающие их преимущества в сравнении с альтернативными способами привлечения и размещения капитала.

Вопросы выпуска и обращения векселей и облигаций достаточно разработаны современной экономической наукой [205; 243], поэтому в рамках интересующего нас аспекта рассмотрения устойчивости различных сегментов рынка капитала остановимся на эволюционных аспектах и специфике обеспечения их устойчивого развития.

Историческое развитие вексельного рынка шло параллельно с развитием банковского дела, что связано с использованием векселей не только для фиксации экономических отношений займа, но как средства обращения и средства платежа наряду с традиционными деньгами на фоне развития международной торговли. Действительно, помимо вышеупомянутых преимуществ, позволяющих реализовывать экономические интересы поставщиков и потребителей капитала, векселя удовлетворяют потребность своих держателей в возможности их использования в качестве инструмента совершения трансакций. Рынок облигаций в этом смысле имеет отличия – его появление и стремительное распространение в большей степени обусловлено тенденцией дезинтермедиации, то есть отказом потребителей капитала от посредничества банков на рынке ссудных капиталов в пользу непосредственного, прямого выпуска, распространения, продажи долговых инструментов в форме ценных бумаг [260, с. 240]. Иначе говоря, благодаря специфике контрактной конструкции облигации для эмитента становится возможным: во-первых, напрямую привлекать капитал, что снижает ставку ссудного процента; во-вторых, охватывать значительное количество поставщиков капитала и аккумулировать большее его количество; в-третьих, выступать инициатором заемных отношений (в отличие от зачастую заданных условий кредитования со стороны банка), а значит, предлагать на рынке условия займа, наиболее полно соответствующие специфике обращения собственного производственного капитала.

Нельзя не обратить внимание на тот факт, что современные облигации характеризуются большим разнообразием и постоянно усложняются. Р.С. Уилсон и Ф.Дж. Фабоцци в этой связи отмечают: «Во многих случаях процентная ставка изменяется еженедельно; дата погашения не всегда определена жестко, эмитенты могут выкупать свои облигации до наступления срока, а владельцы могут требовать предварительного платежа; причем номинальная сумма, или основной долг, подлежащий выплате в дату погашения, также может изменяться. Тем не менее облигация – это просто

долговой инструмент, в котором указывается обязательство эмитента удовлетворить требование владельца; по существу это долговая расписка, хотя и более сложная, чем простые долговые обязательства» [243, с. 12].

Вместе с тем, фундаментальным фактором, обеспечивающим устойчивость рынка долговых ценных бумаг, так же, как и на банковском рынке, является способность своевременного погашения своих обязательств потребителями капитала. При этом нельзя не заметить, что сегменты рынка ссудного капитала тесно взаимосвязаны между собой. Банковский рынок как на ранних этапах развития, так и в современных условиях, выступает не только составной частью, но и организационно-экономической, коммуникационно-технологической основой функционирования рынка долговых ценных бумаг. Тесная зависимость данных сегментов проявляется, например, в том, что организаторами корпоративных облигационных займов не только за рубежом, но и в России в основном являются крупные банковские институты (см. таблицу 3).

Таблица 3 – Крупнейшие организаторы размещения корпоративных облигаций в России в 2006-2011 гг. по объему, млрд. руб. [20, с. 26]

Организатор	Объем размещенных облигационных займов за 2006-2011 гг., млрд руб.
ВТБ	861594
ИК «Тройка Диалог»	505251
Газпромбанк	491644
Райффайзенбанк	285325
ТрансКредитБанк	162046
Ренессанс Капитал	154146
Сбербанк России	149401
ФК «Уралсиб»	138617
Росбанк	113287
Банк Москвы	104 984

Особого внимания заслуживает рассмотрение акционерного капитала, обращение которого опосредует экономические отношения совместного владения и осуществляется на рынках акций. Популярность акции объясняется уникальностью её институциональной конструкции, проявляющейся в совокупности преимуществ, позволяющих реализовывать и согласовывать экономические интересы поставщиков и потребителей капитала. Так, привлекаемый акционерным обществом капитал носит безвозвратный характер (в отличие от банковского кредитования и выпуска долговых ценных бумаг), при отсутствии обязанности уплаты дивидендов, (в отличие от ссудного процента), а сам их размер может не зависеть от величины полученной капиталистом прибыли. Для поставщиков капитала возникает возможность инвестирования даже относительно небольших сумм денежных средств в реально существующие (в том числе крупные) предприятия, при этом отсутствуют ограничения по максимальному размеру дивидендов (в сравнении с ограниченной величиной ставки ссудного процента) вкупе с условно безграничным временным горизонтом их получения. При этом риск неэффективной деятельности эмитента частично компенсируется участием в управлении предприятием, а также возможностью получения части стоимости акционерного общества в случае его ликвидации. Наконец, немаловажный экономический интерес заключается в ограниченной ответственности инвестора, обусловленной размером инвестированного капитала.

Совокупность данных преимуществ обеспечила стремительный рост акционерного капитала на этапе формирования индустриального общества. При этом роль акций в обеспечении высоких темпов экономического роста капиталистических стран за счет централизации капитала трудно переоценить. В этом смысле достаточно показательным представляется известное высказывание К. Маркса: «Мир до сих пор оставался бы без железных дорог, если бы приходилось дожидаться, пока накопление не доведет некоторые отдельные капиталы до таких размеров, что они могли бы справиться с

постройкой железной дороги. Напротив, централизация посредством акционерных обществ осуществила это в один миг» [150, с. 642].

Что касается первопричины устойчивости рынков, опосредующих движение акционерного капитала, то она, так же как и на рынках ссудного капитала, обусловлена реальными экономическими результатами деятельности эмитентов титулов собственности (потребителей капитала). Данный аспект очевиден, поскольку реализация экономических интересов поставщиков капитала, связанных с получением части прибыли акционерного общества в виде дивидендов, зависит от наличия данной прибыли. Однако, по мере развития рынков акций, привязка динамики их котировок к результатам деятельности компаний становится все более размытой. И зачастую наблюдается ситуация, когда цены на акции изменяются в противоположном направлении – падают на фоне позитивных результатов деятельности эмитента, либо растут несмотря на ухудшение финансовых и экономических показателей.

С одной стороны, это можно объяснить изменениями в ожиданиях участников рынка. В этом контексте показательны данные, которые приводит А.К. Ляменков: «Так, например, в США по состоянию на конец 1999 г. рыночная стоимость торгующего авиабилетами сайта Priceline.com равнялась стоимости крупнейшей американской авиакомпании American Airlines, капитализация одного из ведущих сетевых магазинов Amazon.com – капитализации «Boing», а стоимость Yahoo! и America Online примерно на 5-10 млрд. долл. превышала стоимость нефтяной корпорации «Mobil» и финансовой группы «Citygroop» соответственно (при не менее чем на порядок большей прибыльности компаний реального сектора)» [144, с. 128].

В данном случае мы вплотную подходим к категории «фиктивный капитал», введенной в научный оборот К. Марксом. В современной экономической науке под фиктивным капиталом понимается капитал, который в отличие от реального не представляет материально-вещественные или духовные ценности, а в отличие от ссудного не есть денежный капитал. Фиктивный капитал не функционирует непосредственно в производственном

процессе. Он представлен ценными бумагами, дающими право их владельцам на получение дохода в виде процентов, дивидендов [199]. Иначе говоря, фиктивность капитала выражается в том, что акции (как и долговые ценные бумаги, в случае их обращения на рынке), будучи бумажным двойником реального капитала, имеют особое движение вне кругооборота действительного капитала. Это обусловлено тем, что свидетельства, подтверждающие долговые и долевые экономические отношения, начинают обращаться на рынках ценных бумаг самостоятельно. В этой связи обратим внимание на весьма существенный аспект – в условиях избытка капитала и высокой степени развитости рынков ценных бумаг ключевым экономическим интересом его участников становится получение прибыли именно благодаря наличию ценовых колебаний. Иначе говоря – в рамках ценовой стабильности, отсутствия колебаний, получение прибыли представляется невозможным. И именно наличие ценовых колебаний выступает основной для выполнения капиталом спекулятивной функции. К.А. Хубиев в этой связи указывает: «В противоречивых функциях капитала (созидательная и спекулятивная) – созидательная обеспечивается преимущественно реальным сектором, а спекулятивная – финансовым» [264, с. 19].

Немаловажно и то, что эволюционное развитие фондовых рынков неизбежно порождает необходимость в возникновении экономических агентов, выполняющих многочисленные посреднические и учетно-инфраструктурные функции (биржи, брокеры, дилеры, регистраторы, депозитарии, управляющие и пр.). Тем самым устойчивость данных сегментов рынка капитала становится зависимой не только от результатов деятельности первоначальных потребителей капитала, но и от эффективности функционирования профессиональных посредников. Так, технические сбои в работе современных информационных систем, обслуживающих транзакции на финансовых рынках, выступают одним из значимых очагов неустойчивости, способных вызвать в финансовых системах цепную реакцию.

Более того, сложность современного этапа развития рынков капитала иллюстрируется и тем, что существует целый класс гибридных финансовых инструментов, выступающих средствами притяжения свободного капитала, сочетающих в себе экономические отношения двух типов – займа и совместного владения. Так, достаточно распространены конвертируемые акции. При этом в некоторых случаях представляется весьма проблематичной корректная идентификация конкретного инструмента, поскольку фактически они (акции и облигации) сочетаются и дополняют друг друга. Р.С. Уилсон и Ф.Дж. Фабозци указывают в этой связи: «Различие между облигациями и акциями для целей налогообложения доходов было сформулировано министерство финансов США, однако ни одна характеристика в вопросе определения, чем является инструмент – облигацией или акцией, не является безусловно определяющей» [243, с. 14].

Однако еще более масштабную сложность и разнообразие демонстрируют современные рынки деривативов (срочные рынки, рынки производных финансовых инструментов). Изначально возникновение данного сегмента рынка капитала обусловлено наличием рисков неблагоприятных ценовых изменений в будущем. Иначе говоря, исходным экономическим интересом участников контрактных отношений являлось хеджирование риска изменения цены на той или иной товар или другой базисный актив. Как указывает А.Н. Буренин, «срочный рынок выполняет две важные функции: позволяет согласовывать планы предпринимателей на будущее и страховать ценовые риски в условиях неопределенности экономической конъюнктуры» [36, с. 173].

Начав организованное развитие в XIX веке в США, рынок производных инструментов стал особенно популярным во второй половине XX века. Непосредственно причины стремительного развития срочных рынков связаны с переходом западных стран к системе плавающих валютных курсов и усилением периодов нестабильности на мировых рынках капитала, что проявлялось в том числе в изменчивости процентных ставок. Однако постепенно базовые

интересы участников данного рынка, связанные с хеджированием рисков, стали уступать стремлению к извлечению прибыли за счет колебания стоимости срочных контрактов, что технологически связано со спецификой стандартизации биржевой торговли и понятием гарантированного обеспечения срочной сделки.

В этой связи можно сделать достаточно интересный вывод: сама по себе динамика развития срочных рынков, их особая популярность именно в последней трети XX века, являются следствием глобализационных и информатизационных процессов и одновременно подтверждают факт наличия избыточного глобального капитала.

При этом нельзя не учитывать широкий спектр базисных активов, изменения стоимости которых формируют соответствующие группы срочных контрактов. Так, в отечественной практике к ним отнесены процентные ставки, уровень инфляции, официальная статистическая информация, физические, биологические и/или химические показатели состояния окружающей среды, обстоятельства, свидетельствующие о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей, договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, обстоятельства, которые предусмотрены федеральными законами или нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг и относительно которых неизвестно – наступят они или не наступят; значения, рассчитываемые на основании одного или совокупности нескольких показателей, и от цен (значений) и (или) наступления которых зависят обязательства стороны или сторон договора, являющегося производным финансовым инструментом. Кроме того, производный финансовый инструмент может иметь более одного базисного (базового) актива [5].

Таким образом, учитывая специфику рынка капитала и особенности функционирования его сегментов, автор полагает целесообразным понимать устойчивость рынка капиталов в единстве трех аспектов: структурного,

функционального и динамического. Соответственно правомерно говорить о структурной, функциональной и динамической устойчивости, тесно между собой взаимосвязанных.

Устойчивость структуры рынка проявляется в его способности сохранять свои базовые элементы и способы взаимодействия между ними в условиях внешних возмущений. Как было показано ранее, современные рынки капиталов характеризуются большими масштабами, сложной структурой и значительным количеством элементов. В этом контексте они являются сложноструктурированными экономическими системами. При этом трудность обеспечения структурной устойчивости обусловлена тем, что, аккумулируя общественные сбережения, участники рынка имманентно взаимозависимы. Так, банкротство одного банка может вызвать череду банкротств других банков вследствие паники среди вкладчиков и потери доверия со стороны банков-контрагентов. Как следствие инструменты обеспечения структурной устойчивости должны учитывать эту специфику, что актуализирует проблематику доверия и адекватности вербальных интервенций со стороны национальных и наднациональных органов регулирования.

Функциональная устойчивость выражается в способности выполнения рынками капитала своих функций. Прежде всего следует указать на функцию трансформации общественных сбережений в производственные инвестиции. Решая задачи трансформации сроков и размеров ссуженной стоимости, институты рынка, будучи посредниками между поставщиками и потребителями капитала, выполняют важнейшую воспроизводственную роль. Впрочем, данная функция в условиях конкретной экономической системы может реализовываться по-разному. Согласимся с А.А. Осиповым, утверждающим, что «в российской экономике произошел существенный разрыв в соотношении «сбережения-инвестиции», сбережения экономических субъектов не служат средством ускорения расширенного воспроизводства экономики. Основная масса сбережений вкладывается в активы не являющиеся источником финансирования внутреннего накопления» [180, с. 4]. Впрочем, степень

реализации данной функции является дискуссионным вопросом. Применительно к теме диссертационного исследования важен иной аспект, связанный с тем, что в определенных условиях наблюдается нарушение сложившегося соотношения. Так, наиболее наглядно это проявляется в оттоке вкладов населения и сокращении инвестиционного кредитования в условиях финансово-экономического кризиса.

Не менее значима функция обслуживания участниками рынка капиталов трансакций в экономике – как технологически, так и финансово. Нарушение функциональной устойчивости в этом аспекте приводит к кризису платежной системы, что негативно отражается на развитии всей экономической системы. Достаточно показательным в этой связи является мнение отечественных авторов: «Устойчивость банка достигается и становится признаком его устойчивого развития не только благодаря позитивным направлениям его деятельности, но и в силу особого развития отношений с внешней средой. Такие отношения, к примеру, возникают в системе расчетных отношений. Строгое выполнение обязательств перед другими экономическими субъектами – это признак его нормального функционирования. Не случайно отсутствие в платежной истории банка просроченных платежей перед бюджетом, налоговыми органами свидетельствует о его устойчивом развитии» [245, с. 40].

Также достаточно значимой представляется функция управления рисками. Функционирующие в условиях неопределенности, субъекты экономики постоянно сталкиваются с различного рода рисками, многими из которых возможно управлять при посредничестве институтов рынка капиталов. Так, аксиоматичным примером выступает необходимость самого финансового посредничества, вытекающая из неспособности поставщиков капитала управлять кредитным риском на профессиональной основе. Кроме того, как уже указывалось, в современных условиях управление рисками постоянных ценовых изменений не представляется возможным без срочного рынка. Поэтому чем качественнее сегменты рынка капитала выполняют данную функцию, тем устойчивее функционирует экономическая система в целом.

Динамическая устойчивость предполагает сохранность параметров, относящихся к направлениям, характеру и интенсивности движения капитала. Причем на разных сегментах рынка динамическая устойчивость имеет свои особенности. Так, на рынках ссудного капитала, опосредующих движение стоимости на возвратной основе, нарушение динамической устойчивости может проявляться в сокращении трансграничных потоков капитала, падении объемов кредитования фирм и домашних хозяйств, росте просроченной задолженности. На рынках акционерного капитала может наблюдаться количественное сокращение объемов трансакций и снижение рыночной капитализации компаний, не обусловленное ухудшением экономических показателей их функционирования.

В этой связи следует уточнить механизм нарушения динамической устойчивости рынков капитала на микроуровне, определяющих динамику процентных ставок и биржевых котировок ценных бумаг через диалектическое взаимодействие спроса на капитал и его предложения. Для этого рассмотрим механизм обеспечения ценовой устойчивости на рынках капитала, реализуемый через систему обратных связей. Рост спроса на ссудный капитал стимулирует рост процентных ставок; рост предложения капитала стимулирует снижение процентных ставок. Рост процентных ставок, в свою очередь, стимулирует снижение спроса на капитал и рост предложения. Ход развития рынка определяется в результате динамического взаимодействия этих факторов. Иначе говоря, спрос на капитал и его предложение на рынке зависят от ставки ссудного процента, но в то же время и ставка зависит от уровней спроса и предложения.

Налицо обратные связи между составными частями этой простейшей экономической модели. Между тем, анализ данной модели позволяет сделать важный вывод о том, что от устойчивости функционирования описанного механизма обратных связей в существенной степени зависит волатильность процентных ставок, которая, в свою очередь, является внешним критерием устойчивости рынка капиталов в целом. Уточним, что на эффективность

механизма обратных связей влияют количество участников рынка, уровень концентрации и централизации капитала, степень развитости инфраструктуры кредитных взаимодействий, адекватность торговых систем характеру функционирования рынка.

Таким образом, комплексное рассмотрение существующих на рынке капитала экономических отношений позволяет обосновать необходимость триединого понимания его устойчивости. Во-первых, это структурная устойчивость, проявляющаяся в устойчивости структуры рынка, сохранности его базовых элементов и способов взаимодействия между ними. Во-вторых, это функциональная устойчивость, выражающаяся в способности рынка капитала выполнять основные функции (такие, как трансформация сбережений в инвестиции, обслуживание трансакций в экономике, управление рисками и т.д.). В-третьих, это динамическая устойчивость, связанная с направлением, характером и интенсивностью движения капитала.

1.3. Влияние глобализации на трансформацию экономических отношений и устойчивость рынков капитала

Глобализацию по праву можно считать одним из самых заметных и самых значимых феноменов современности. Будучи сложным многоаспектным явлением, она влияет на многие социально-экономические процессы, в том числе и на рынки капитала. Интерес со стороны научного сообщества к проблематике сущности глобализации экономики и формам её проявления огромен. Существует значительное количество подходов и точек зрения. Активным изучением процессов глобализации и порождаемых ими глобальных проблем, кризисов и противоречий занимается новая обширная область междисциплинарных знаний – глобалистика. Она опирается на достаточно объемный теоретический фундамент, но какой-то единой и целостной теории, способной раскрыть суть глобализации, предсказать основные тенденции её развития, пока не существует [14, с. 28]. Глобализацию экономики

рассматривают и как следствие интеграции национальных рынков [12; 98; 105; 121; 273], и как пространство свободного перемещения факторов производства [141; 226; 272], и как процесс взаимодействия и взаимозависимости национальных экономик [124; 183; 132]. Многие авторы оправданно ссылаются на то, что в основе современных глобализационных процессов лежит развитие информационно-коммуникационных технологий [17; 76; 86; 111; 271], предопределяющих международный обмен знаниями и инновациями [100; 212], при этом подчеркивают сложность данного явления [187].

Непосредственное уточнение авторского подхода к определению дефиниции «глобализация экономики» не входит в круг исследовательских задач. Однако в контексте уточнения терминологического аппарата мы согласимся с тем, что глобализация экономики представляет собой сложный процесс изменения структуры мирового хозяйства, проявляющийся в тесном переплетении национальных экономик на основе транснационализации и регионализации, сопровождаемый формированием единой мировой сетевой рыночной экономики на фоне разрушения национального суверенитета государств, являвшихся главными действующими лицами международных отношений на протяжении многих веков [174].

Сам факт того, что глобализация экономики существенным образом влияет на рынки капитала, представляется очевидным. Более того, в экономической литературе достаточно распространена точка зрения о том, что именно финансовые аспекты являются причиной и детерминируют весь ход глобализационных процессов. Так, типичными признаками глобализации, согласно К. Мюллеру, являются либерализация финансовых рынков, экологическая опасность, не знающая границ, транснациональные слияния, массовое и масштабное распространение западных потребительских стандартов, усиливающиеся миграционные потоки, снижающаяся эффективность национальной политики [274]. Обратим внимание на то, что либерализация финансовых рынков поставлена на первое место. П. Козловски в этой связи подчеркивает: «действительно, либерализацию,

интернационализацию и расширение финансовых рынков следует рассматривать как наибольшую движущую силу процесса глобализации» [119, с. 49]. Весьма показательно и суждение С.Н. Сильвестрова, который отмечает, что «финансовая сфера ранее остальных секторов мирового хозяйства подверглась глобализации и кризисным формам её развития в силу особой природы капитала и его денежной формы. Её трансформация становится основой и средством изменения структуры мирового экономического порядка» [219, с. 6]. В этом же ключе рассуждает Б.Б. Рубцов, подчеркивая возрастающую значимость адекватного регулирования рынков капитала: «без координации деятельности регулирующих органов в масштабах мировой экономики финансовые рынки из силы созидательной превращаются в силу разрушительную. И это – обратная сторона процесса, который принято называть глобализацией и который в первую очередь связывают с финансовыми рынками» [207, с. 281].

Таким образом, значимость финансовых аспектов в развитии глобализационных процессов в целом позволяет говорить о существовании самостоятельного феномена – финансовой глобализации, который в том числе проявляется через активную интеграцию национальных рынков капитала. В узком смысле финансовая глобализация связана с либерализацией, согласованием национальных правил регулирования рынков капитала и снижением барьеров. Именно это приводит к свободному перемещению капиталов и позволяет любым фирмам конкурировать на любых рынках, или, другими словами, представляет собой практически полную транспарентность национальных границ для движения капиталов и кредитов [218, с. 64].

Техническим условием, ключевой инфраструктурной предпосылкой развития финансовой глобализации, выступает процесс информатизации экономических отношений, который в наиболее общем виде можно определить как доминирующую тенденцию постиндустриального этапа, связанную с внедрением в экономические отношения информационных технологий. При этом характер происходящих изменений во многом обусловлен

специфическими характеристиками, присущими информации: неисчерпаемость, неотчуждаемость, независимость от пространства, количества потенциальных потребителей, сложность оценки, двойственная зависимость от времени [242, с. 11].

Именно на рынках капитала информационная революция позволила технически обеспечить объединение мировых экономик в единое финансовое пространство. Символом глобального рынка капиталов выступает его сращивание с транснациональными информационными системами. Как следствие институционально оформился многоуровневый глобальный финансово-информационный комплекс, опосредующий современные сложные экономические отношения между различными группами участников финансового рынка. В целом же можно говорить о том, что влияние информатизации на рынки капиталов представляется многоаспектным. Обобщая направления данного влияния, Д.В. Туманов вполне оправданно, на наш взгляд, предлагает выделение качественных и количественных аспектов (см. рисунок 5).

Трансформация экономических отношений, происходящая на рынке капиталов под воздействием информатизации, одновременно приводит к возникновению интеграционных структур, формирующих качественно новую институциональную среду. С одной стороны, информатизация экономики ведет к очевидному усилению рыночной конкуренции, что объясняется частичным решением проблемы информационной асимметрии, стиранием границ между различными сегментами рынка, снижением операционных издержек. Вместе с тем последствия информатизации имеют двойственный характер: в одних случаях она способствует устойчивости рынка капиталов, в других выступает фактором усиления неустойчивости.

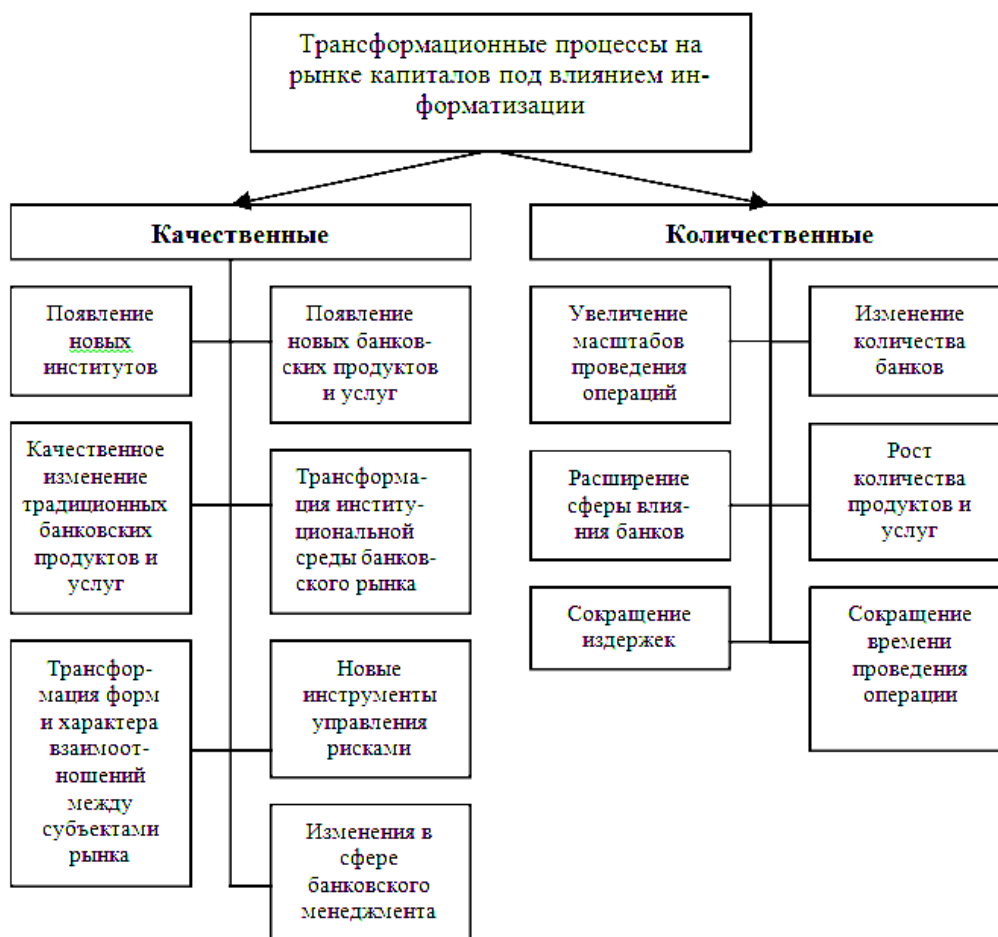


Рисунок 5 – Трансформационные процессы на рынке капиталов под воздействием информатизации [242, с. 15]

Последний аспект нуждается в пояснении. С институционально-синергетической точки зрения особенно важно отметить усиление синхронизации поведения участников рынка капиталов под воздействием информатизации. Дело в том, что одной из форм проявления неустойчивости рынка капиталов является необоснованное (иррациональное с точки зрения всего рынка) паническое поведение инвесторов. В данном случае имеет место одно из проявлений синергетических эффектов, возникающих по причине отклонения экономических субъектов от рациональности. В этой связи стоит обратить внимание на исследование Л. Ввозной, один из тезисов которого сводится к следующему: «... периоды, характеризующиеся минимальной вариацией цен или прибыльности, должны описываться как точки бифуркации и соответственно им должна быть присуща максимальная неопределенность».

экономического развития» [49, с. 34]. Объективное существование неопределенности в такой ситуации делает невозможным рациональный прогноз будущего развития экономической системы. Соответственно, любое поведение экономических субъектов во время пребывания экономической системы в точке бифуркации или в некоторой достаточно близкой её окрестности можно рассматривать как случайное. Именно такие действия заставляют рынок капитала и его сегменты осуществить выбор того или иного пути дальнейшего развития, при этом наблюдаемое синхронное как паническое, так и чрезмерно оптимистичное поведение нарушает описанный ранее позитивный механизм обратных связей и приводит рынок капитала в состояние неустойчивости.

Основанная на информатизации, финансовая глобализация в современных условиях предопределяет устойчивость всех сегментов рынка капитала. Вместе с тем, содержание данных процессов представляется сложным и неоднозначным. Поэтому нас в большей степени интересует конкретизация направлений воздействия глобализации на трансформацию экономических отношений на рынках капитала и их устойчивость.

Учитывая обозначенный в предыдущем параграфе триединый аспект рассмотрения устойчивости (структурной, функциональной, динамической), построим рассуждения в той же последовательности – соответственно проанализируем влияние глобализации экономики на структуру национальных рынков капитала, на выполнение ими своих функций, а также на динамику движения потоков капитала.

В институциональном плане развитие глобализационных процессов наиболее отчетливо проявляется в расширении рыночной власти транснациональными объединениями – как корпорациями, так и банками. Развитие производительных сил, связанное с укрупнением производства и усилением тенденции к монополизации, вкупе с возможностью размещения предприятий на территории других стран, в XX веке стало причиной активной экспансии транснациональных корпораций (ТНК) на зарубежные рынки.

Очевидно, что это вызвало необходимость параллельной трансформации экономической инфраструктуры – стали укрупняться банковские институты.

При этом по мере расширения масштабов производства, происходит процесс усиления концентрации и централизации банковского капитала, удовлетворяющего потребности ТНК. Величина капитала, находящегося в управлении крупнейших транснациональных банков, не может не впечатлять. Так, активы крупнейшего банка мира – Индустриального и Коммерческого Банка Китая (Industrial and Commercial Bank of China) составляют более 3 трлн. долл. США [278], что больше ВВП большинства стран (в том числе и России). В целом же 26 банков мира имеют активы более 1 трлн. долл. США [278].

Специфика транснациональных банков главным образом обусловлена тем, что они становятся сетевыми [163], их внешняя деятельность преобладает в структуре операций. При этом значительный удельный вес внешних активов банков способствует стиранию национальных границ, препятствующих движению ссудного капитала. Одновременно с этим происходит и интернационализация всех других форм капитала, их взаимное проникновение и переплетение [197, с. 15]. Поэтому наряду с банками становятся глобальными и другие субъекты рынка капиталов – инвестиционные компании, консалтинговые фирмы и пр.

Как следствие деятельность транснациональных банков и других инвестиционно-финансовых институтов оказывает существенное влияние на структурную устойчивость национальных рынков капиталов. С одной стороны, наблюдаемый рост конкуренции способствует совершенствованию менеджмента и повышению качества обслуживания клиентов национальными игроками. Наблюдаемая диффузия банковских технологий ускоряет заключение и реализацию трансграничных и внутренних сделок, что значительно снижает операционные издержки банков и стоимость получения ими информации [203, с. 51]. С другой стороны, не все участники рынка способны выдержать навязываемую конкурентную борьбу, особенно в условиях существенной разницы в темпах инфляции и уровне процентных

ставок в развивающихся странах и на мировых рынках. Результат усиления конкуренции и несопоставимости капитальной базы выражается в интенсификации процессов слияний и поглощений, что нередко оборачивается потерей финансовой самостоятельности национальных субъектов рынка капиталов.

В этой связи укажем на еще один аспект – укрупнение участников рынка позволяет говорить об увеличении масштабов самого рынка. А это, в свою очередь, не может не влиять на его устойчивость. Обратим внимание, что устойчивость тесно связана с проблематикой инерционности: чем более масштабна экономическая система, тем она более инерционна, то есть неспособна изменяться мгновенно под внешним воздействием. Будучи большими и сложно-структурированными социально-экономическими системами, современные рынки капиталов становятся более инерционными. Это объясняется тем, что значительность масштабов и сложность структуры выражается в большом количестве элементов и сложном характере взаимосвязей между ними. А значит, изменение экономического поведения большого количества участников и способов взаимодействия между ними требует большего времени, в том числе из-за институциональной инерционности. При этом накладываемая на масштабность «сложность» рынка капитала выступает дополнительным фактором инерционности, поскольку речь идет о сложном характере взаимодействий [210, с. 12].

Существенное влияние глобализация экономики оказывает и на функции, выполняемые различными сегментами национальных рынков капитала. На первый взгляд, сущность данных функций не претерпевает изменений. Рынки капитала по-прежнему ориентированы на трансформацию общественных сбережений в производственные инвестиции, проведение платежей между субъектами хозяйствования, обслуживание потребления посредством потребительского кредитования, диверсификацию рисков и пр. Однако налицо процесс смены акцентов. Избыток глобального капитала на фоне гипертрофированного развития производных инструментов приводит к тому,

что спекулятивные мотивы начинают доминировать над интересами получения выгоды от обслуживания процессов производства и потребления.

Кроме того, значимые трансформации наблюдаются в сегменте, обслуживающем международную торговлю. Колоссальный рост объемов перемещения товаров и услуг между странами и континентами, а также финансовых трансакций, обусловил стремительное развитие валютных рынков. Эти процессы даже получили название валютной глобализации, как высшей степени интернационализации валютных отношений. Л.Н. Красавина приводит следующие данные о масштабах валютной глобализации в 2000-е гг.: среднесуточный объем операций на мировом валютном рынке вырос с 1,4 трлн. дол. в 2001 г. до 2,3 трлн. дол. в 2009 г., что существенно превышает объем мировой торговли товарами и услугами [128, с. 13].

Нельзя не согласиться с тем, что фундаментальная причина валютной глобализации как одной из форм экономической и финансовой глобализации коренится в противоречии между интернационализацией процесса общественного воспроизводства и сохранением его национальной специфики. Непосредственной причиной валютной глобализации является, с одной стороны, противоречие между возросшей степенью интернационализации валютных отношений и их организацией в форме мировой валютной системы, а с другой – сохранение национальных особенностей международных валютных отношений стран и валютной системы. Валютная глобализация как одна из форм финансовой глобализации обгоняет глобализацию в сфере материального производства [127, с. 4].

Как следствие имманентная неустойчивость современных глобальных валютных рынков определяется тем фактом, что помимо обслуживания возрастающих потоков перемещения товаров и услуг между странами, эти рынки выступают объектом спекулятивной игры огромного количества участников. Корни данной проблемы уходят в 70-е годы XX в., когда вследствие кризиса Бреттон-Вудской валютной системы развитыми странами мира было принято решение об отказе от жесткой привязки валютных курсов к

золоту и друг к другу. После Ямайской конференции был осуществлен переход к режиму плавающих валютных курсов, в результате чего стоимость национальных валют стала зависеть от спроса и предложения, от совокупности как структурных, так и конъюнктурных факторов.

В этом аспекте неустойчивость валютного сегмента рынка капиталов связана с тем, что под воздействием спекуляций структурные факторы развития той или иной национальной экономики зачастую уступают место конъюнктурным факторам формирования валютного курса, что может приводить к обвалам национальных валют. Так, стал хрестоматийным пример валютного кризиса в Великобритании в сентябре 1992 г., когда в результате негативных ожиданий курс фунта стерлингов снижался более чем на 10%, несмотря на относительно устойчивые показатели развития реального сектора экономики. При этом валютная паника охватила соседние государства: курс испанской песеты снизился на 5%, итальянской лиры – на 15% [161]. Спекулятивный характер торговли валютой усиливал кризисные процессы и в дальнейшем – во время Азиатского финансового кризиса в 1997 г., мирового финансового кризиса 2008 г., российских кризисов 1998, 2008 и 2014 гг. и т.д. Причем во всех случаях стремительное снижение курса национальной валюты сопровождалось серьезным ухудшением ситуации в реальной экономике.

Благодаря современным информационным технологиям и избытку капитала, проявляющемуся в том числе в распространенности и больших масштабах маржинальной торговли, в валютные спекуляции вовлечено значительное количество населения. Так, около 400 тыс. физлиц пользуются услугами FOREX-брокеров в России, при этом их совокупный среднемесячный оборот в 2014 г. составил около 350 млрд. долл. Столь внушительный оборот брокеров объясняется, прежде всего, распространенной практикой предоставления трейдерами больших кредитных плеч. Совокупный размер привлеченных брокерами депозитов составляет всего около 0,5 млрд. долл. При этом средний размер клиентского депозита составляет около 0,9 тыс. долл. [34]. Впрочем, схожие тенденции, хотя и не с такими масштабами маржинальной

торговли, наблюдаются на фондовом сегменте рынка капитала, что также способствует как формированию «ценовых пузырей», так и их стремительному «схлопыванию».

Рассматривая влияние валютной глобализации на устойчивость национальных рынков капитала, нельзя не обратить внимание и на проблему гегемонии доллара США в системе международных экономических отношений. Тот факт, что доллар выступает основной мировой резервной валютой, также предопределяет периодически возникающие неустойчивые состояния национальных рынков капитала. Это объясняется совокупностью причин: гипертрофированным воздействием монетарной политики Федеральной резервной системы США на состояние мировых рынков, абсолютным доминированием доллара в международных расчетах, неспособностью автономного решения проблемы дефицита платежного баланса национальными государствами и др.

Логичным следствием рассмотренных аспектов является то, что глобализация экономики оказывает существенное значение и на движение потоков капитала, на их структуру и динамику. Достаточно показательным в этом смысле является высказывание Дж. Сороса, который отмечает, что в глобальной экономике «капитал свободно перемещается туда, где вознаграждение наилучшее, что, в свою очередь, ведёт к быстрому росту глобальных финансовых рынков. Результатом является гигантская циркуляционная система, засасывающая капитал на финансовые рынки и организации центра, а затем выталкивая его на периферию, прямо – в форме кредитов и портфельных инвестиций, или косвенно – посредством мультинациональных корпораций» [277].

Институциональным условием свободного перемещения трансграничных потоков капитала выступает либерализация условий его обращения на национальном и наднациональном уровнях. Внешне это выглядит в устранении ограничений в деятельности банков и других субъектов рынка капитала при предоставлении кредитов, оформлении вкладов, оказании расчетно-платежных

и инвестиционных услуг и пр. С одной стороны, такая тенденция способствует усилению рыночного вектора развития рынков капитала и экономических систем, снижает транзакционные издержки и в целом способствует ускорению экономического роста, распространению глобализационных процессов. С другой стороны, существенно возрастает уровень конкуренции на национальных рынках, причем по объективным причинам национальные участники не всегда способны адекватно противостоять экспансии иностранных игроков. Кроме того, финансовая либерализация осложняет возможность органов государственного регулирования воздействовать на ограничение негативных последствий свободного перемещения капитала. В практике же наднационального регулирования налицо снижение эффективности надзора и контроля за рынками капитала, что также выступает фактором их неустойчивости.

С позиции устойчивости национальных рынков, способность капитала свободно и стремительно перемещаться через национальные границы приводит к возможности импорта одними странами и регионами очагов нестабильности, возникших в других государствах и континентах [184]. В такой ситуации резко обостряется проблематика обеспечения адекватной национальной конкурентоспособности [65], возрастает опасность кризисных процессов в конкретной национальной экономике даже при отсутствии реальных предпосылок для этого [64]. В этой связи на мегауровне экономических отношений представляется возможным говорить о синхронизации темпов экономического развития в мировой экономике, с одной стороны, и об одновременном усилении цикличности и деловой активности, с другой.

Таким образом, глобализация экономики, будучи сложным процессом изменения структуры мирового хозяйства, проявляющемся в тесном переплетении национальных экономик на основе транснационализации и регионализации, усиливает тенденцию доминирования спекулятивных экономических интересов над интересами, связанными с обслуживанием участниками рынка капиталов процессов общественного воспроизводства. Это

происходит вследствие избытка глобального капитала, его виртуализации и ускорения перемещения через национальные границы благодаря либерализации и информатизации рыночной инфраструктуры. Среди внешних проявлений данной тенденции наиболее отчетливо выделяется гипертрофированность масштабов рынка деривативов, а также срочный и кредитный характер механизмов ценообразования на мировых рынках сырья, валюты и ценных бумаг. В результате для конкретной национальной социально-экономической системы осложняется задача обеспечения структурной, функциональной и динамической устойчивости национальных рынков капитала.

ГЛАВА 2. СИСТЕМА ФАКТОРОВ, ДЕТЕРМИНИРУЮЩИХ УСТОЙЧИВОСТЬ НАЦИОНАЛЬНЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИКИ

2.1. Факторы, запускающие периоды неустойчивости на национальных рынках капитала

С теоретической точки зрения для объяснения причин и внутренних механизмов устойчивости рынков капитала особое значение имеет рассмотрение факторов, влияющих на содержание данных процессов. Это также обусловлено тем, что более глубокое понимание источников возникновения неустойчивых состояний, специфики их динамики и содержания развития, позволит сосредоточить внимание органов государственного регулирования на нивелировании возникающих очагов потенциальной неустойчивости рынков и применении более эффективных антикризисных мер.

В первую очередь представляется целесообразным выделить факторы, которые запускают, приводят в движение совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных причинно-следственных связей на рынке капитала, формируя вектор неустойчивого развития. В рамках синергетической методологии, как было показано в первой главе диссертационного исследования, речь идёт о внешних флуктуациях, оказывающих воздействие на функционирование той или иной открытой системы. При этом уточним, что флуктуации для открытой системы постоянны, поскольку таким образом она обменивается энергией с внешней средой. Однако накапливаясь, флуктуации способны привести к существенным изменениям и неустойчивому состоянию. Как указывает Е.А. Ерохина, «лишь флуктуации, достигшие определенной силы, будут оказывать заметное влияние на национальную экономику. Именно такие флуктуации способны подтолкнуть ее к точке бифуркации и вызвать самоорганизационные процессы или организующие воздействия среды» [89]. По мнению автора, применительно к национальным рынкам капитала,

функционирующим в условиях глобализации, такими флуктуациями выступают изменения, связанные с притоком и оттоком капитала. Иначе говоря, речь идет о направлениях и каналах движения капитала, его объемах и интенсивности, а также факторах, влияющих на данные процессы (параметры развития мировой и национальных экономик, динамика мировых цен на сырье и товары, изменения валютных курсов и процентных ставок и пр.).

Заметим также, что национальные рынки капитала существенно отличаются друг от друга по масштабности и уровню развития. С учетом особенностей российского рынка, в рамках данного диссертационного исследования представляется целесообразным рассмотреть рынки капитала развивающихся стран. Данные рынки в значительно большей степени зависимы от зарубежного капитала, нежели рынки развитых стран. Как справедливо отмечает М.И. Столбов, финансовые рынки группы развитых стран не только занимают ведущее положение в ключевых сегментах мирового финансового рынка, но и фактически образуют саму архитектуру этого рынка [227, с. 123]. Наглядным подтверждением этого выступает разница в показателях финансовой глубины (таблица 4).

Таблица 4 – Показатели финансовой глубины в развитых странах в сравнении со среднемировым уровнем и странами с низкими доходами на душу населения, 2005 г. [227, с. 124]

Показатель	Развитые страны	Среднемировой уровень	Страны с низкими доходами на душу населения
Доля кредитов коммерческих банков в ВВП, %	99,7	44,7	13,7
Отношение капитализации рынка ценных бумаг к ВВП, %	88,5	46,5	13,2
Число выданных банковских ссуд на 1000 человек населения	450,5	200,2	37,3

Экономическая заинтересованность развивающихся стран в притоке иностранного капитала обусловлена совокупностью причин. Прежде всего,

следует указать на незначительность размера сбережений домашних хозяйств, которые традиционно выступают основным источником инвестиций в экономике [112]. В таких экономических системах существенная доля населения имеет доходы, редко превышающие необходимый прожиточный минимум.

На это накладываются детерминанты институционального плана – развитое сберегательно-инвестиционное поведение не является распространенной нормой, в то время как потребление выступает значимой общепринятой ценностью. Во многом это вызвано макроэкономической нестабильностью, высокой инфляцией, относительной неразвитостью всех сегментов рынка капитала и низким уровнем доверия как к институтам финансового рынка, так и к государству в целом. Тем самым, даже при наличии сбережений у населения в развивающихся странах они нередко не носят организованного характера, а следовательно, не направляются в производственные инвестиции [214].

Вместе с тем, развивающиеся страны обладают большим потенциалом экономического развития и нередко демонстрируют более высокие темпы экономического роста, что объясняет экономические интересы иностранных инвесторов в размещении капитала на территории данных стран. Так, в годы после мирового финансового кризиса 2008 г. развивающиеся страны демонстрировали самый быстрый экономический рост, что привело к увеличению притока прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Например, поток ПИИ в страны БРИКС почти удвоился с 2008 г., в то время как в развитые страны он сократился более чем в 2 раза в период с 2007 по 2013 г. [168]

При рассмотрении факторов, запускающих периоды неустойчивости на рынках капитала развивающихся стран, необходимо учитывать неоднородный характер потоков капитала и их неоднозначное воздействие на экономические системы стран-реципиентов. В этой связи выделим и проанализируем основные каналы, по которым зарубежный капитал проникает на развивающиеся рынки, с

учетом специфики деления сегментов рынка капитала в зависимости от опосредуемых экономических отношений, исследованной в первой главе диссертации.

Первый канал связан с движением ссудного капитала, поскольку предусматривает экономические отношения займа, предполагающие возврат ссуженной стоимости с уплатой ссудного процента. Непосредственно данный канал представлен индивидуальным и синдицированным банковским кредитованием и размещением на развитых фондовых рынках облигационных займов национальных игроков (как корпораций и банковских институтов, так и государства). Капитал, поступающий в рамках данного канала, играет заметную воспроизводственную роль в экономике развивающихся стран, поскольку носит средне- и долгосрочный характер, а следовательно, может направляться на реализацию инвестиционных проектов и обновление объектов основных средств. Что касается экономических интересов иностранных кредиторов, то они, как правило, на современном этапе обусловлены разницей в процентных ставках на развитых и развивающихся рынках вследствие различных темпов инфляции.

В этой связи обратим на тот факт, что проблематика международного движения ссудного капитала активно разрабатывалась в экономической науке и ранее. Так, в рамках неоклассической теории межстрановой перелив капитала объяснялся наличием разницы в норме прибыли, поскольку в более развитых странах она имеет тенденцию к сокращению. При этом, как указывал Д. Милль, величина нормы прибыли должна покрывать риск кредитора, обусловленный размещением капитала на территории другого государства [157]. В дальнейшем Э. Хекшер и Б. Олин исследовали влияние на межстрановое перемещение капитала таких факторов, как наличие таможенных барьеров, политическая однородность, диверсификация вложений, минимизация налоговых платежей [258]. Специфика кейнсианской теории состоит в выявлении взаимосвязи потоков капитала с параметрами платежного баланса государства. Так, страны с отрицательным сальдо торгового баланса вынуждены прибегать к заемным

ресурсам для финансирования ввоза товаров из-за рубежа [113]. Неокейнсианское направление акцентирует внимание на вопросах необходимости диверсификации сбережений.

Второй канал обусловлен экономическими отношениями совместного владения, не предусматривающими возврат ссуженной стоимости. В данном случае речь идёт об участии зарубежных инвесторов в капитале национальных предприятий, что может осуществляться в виде прямых и портфельных инвестиций. Несмотря на то, что в их основе лежат одни и те же экономические отношения совладения (за исключением создания иностранными инвесторами собственных предприятий), данные формы притока иностранного капитала по-разному влияют на экономическое развитие стран-реципиентов, в связи с чем требуется их отдельное рассмотрение.

В соответствии с принятыми в международной и отечественной практике нормами, к прямым инвестициям относятся инвестиции, в результате которых инвестор получает долю в уставном капитале предприятия не менее десяти процентов [3]. Согласно классификации Комиссии ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД), прямыми иностранными инвестициями являются зарубежные вложения, предусматривающие долговременные отношения партнеров с обеих сторон, а также предполагают вовлечение в эти отношения экономических агентов из одной страны (это должно продолжаться постоянно) с его контролем за производственно-хозяйственной деятельностью организации, которая расположена в стране, не являющейся местом пребывания иностранного инвестора. Контроль устанавливается за счет покупки контрольного пакета акций предприятия за рубежом. Согласно МВФ этот пакет должен состоять минимум из 30% всех акций предприятия, а по мнению ООН не менее чем из 25 процентов. Экономический смысл таких ограничений обусловлен тем, что приобретение меньшей доли в капитале предприятия не позволит инвестору непосредственно участвовать в управлении предприятием, в том числе иметь представителя в составе совета директоров. Иначе говоря, прямые инвестиции позволяют непосредственно влиять на

бизнес, ставший объектом для инвестирования капитала. Помимо этого, российское законодательство относит к прямым иностранным инвестициям вложение капитала в основные фонды филиала иностранного юридического лица, создаваемого на территории Российской Федерации, а также осуществление на территории Российской Федерации иностранным инвестором как арендодателем финансовой аренды (лизинга) отдельных видов оборудования [3].

Данная форма привлечения иностранного капитала играет важную воспроизводственную роль в экономике развивающихся стран. Прямые иностранные инвестиции выступают источником реализации инвестиционных проектов, участвуют в насыщении внутреннего рынка качественными и доступными для населения товарами, позволяют внедрять современные технологии производства и управления, способствуют решению проблемы безработицы за счет создания новых рабочих мест, а значит, участвуют в мультипликативном процессе поддержания совокупного платежеспособного спроса [166]. Кроме того, успешная деятельность предприятий приводит к увеличению налоговых платежей. Причем данная форма международного движения капитала способствует и развитию глобальных экономических процессов, поскольку национальная экономика постепенно интегрируется в мировое хозяйство. И.Б. Максимов в этой связи разделяет функции иностранных инвестиций на общемировые и локальные [147, с. 21] (см. рисунок 6).

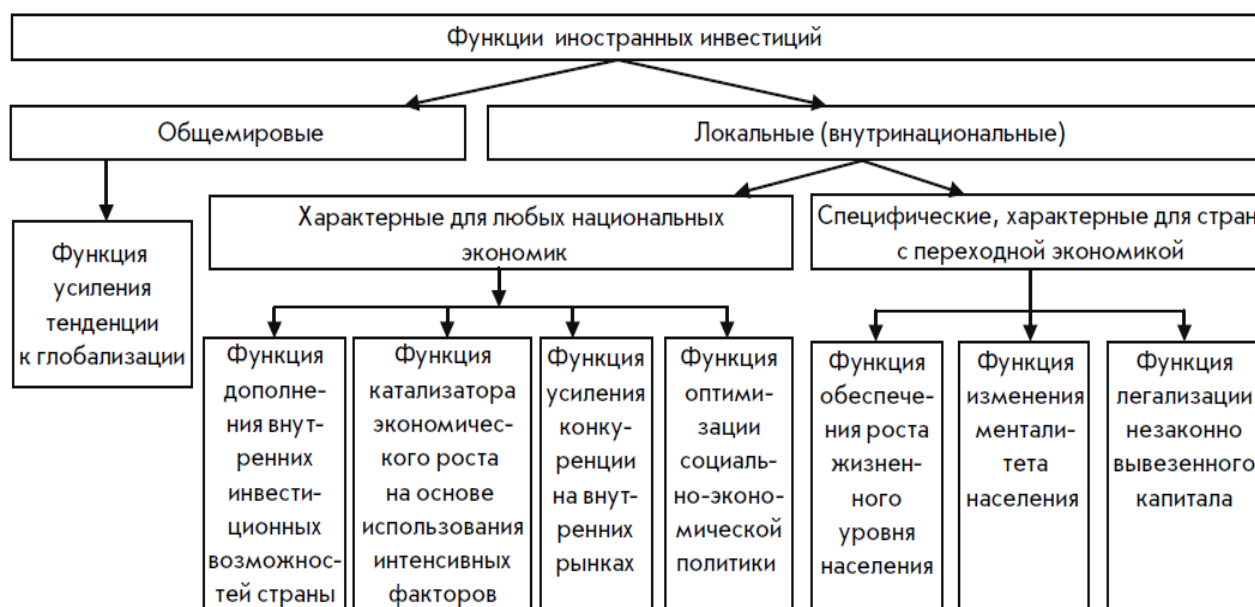


Рисунок 6 – Функции иностранных инвестиций [147, с. 21]

Э.С. Хазанович справедливо обобщает, что в качестве факторов эффективности ПИИ страна-реципиент рассматривает создание новых производств и тем самым диверсификацию и рост экономики; организацию новых рабочих мест, в идеале более современных по сравнению с общим их уровнем, существующим в данной стране; рост производительности труда и экономию всех других производственных ресурсов, а следовательно, повышение рентабельности экономики в целом; появление на рынке новых продуктов, удовлетворяющих более высоким требованиям потребителей и тем самым повышающих уровень их жизненных стандартов; создание конкурентной среды для отечественных производителей, что характерно в большей степени для высокоразвитых государств [255, с. 12-13]. Как следствие прекращение притока капитала из-за кризисных процессов оказывает негативное воздействие на инвестиционную активность, в том числе в такой важнейшей сфере, как инфраструктурные проекты [38].

Частичным подтверждением этого являются статистические данные о лидерстве Китая в привлечении ПИИ среди стран БРИК (рисунок 7). Более того, Китай лидирует по этому показателю и в целом в мировой экономике (см. приложение А). Безусловно, экономические успехи Китая объясняются

совокупностью причин [263]. Тем не менее, роль ПИИ в данных процессах весьма существенна. В этой связи можно представляется целесообразным сослаться на результаты исследований Н.А. Волгиной, которая выделяет такие тенденции потоков глобальных ПИИ, как возрастание роли развивающихся стран, а также стран с переходной экономикой, включая Россию; усиление роли региональных экономических группировок, а также роли государственных ТНК в движении ПИИ [50].

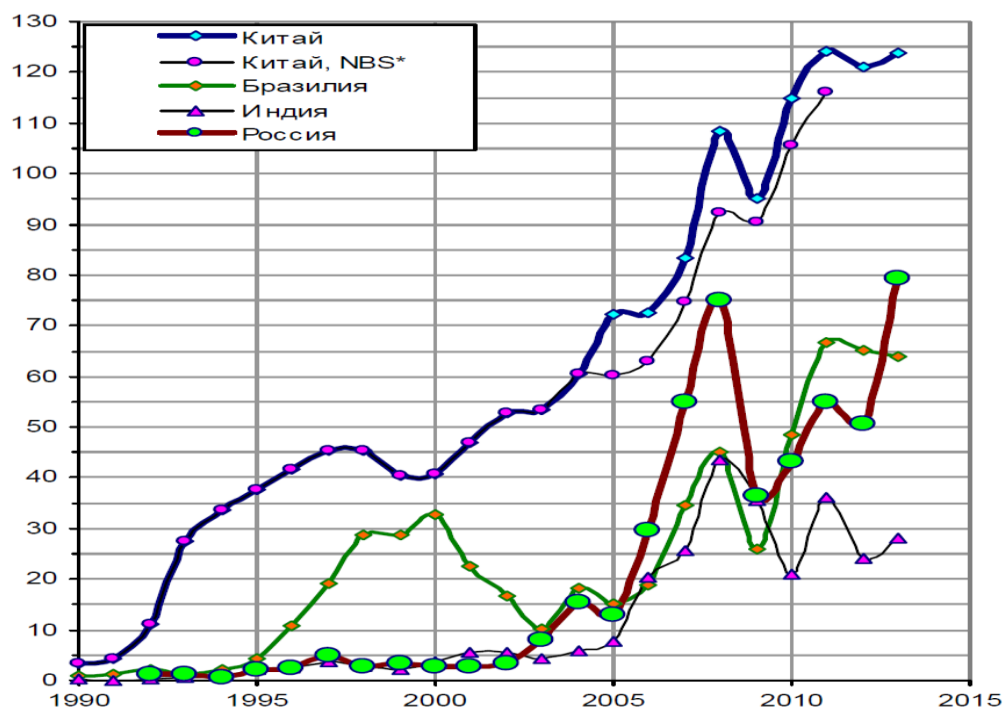


Рисунок 7 – Прямые иностранные инвестиции в экономику стран БРИК, млрд. долл. (цит. по: [109])

Что касается ПИИ в отечественную экономику, то в целом динамика их привлечения носит разнонаправленный характер. Так, до экономического кризиса 2008 года наблюдался устойчивый рост. В посткризисный период привлечение ПИИ замедлилось (таблица 5; сост. автором по: [204, с. 376-377]). Среди стран – поставщиков капитала лидируют Кипр, Германия, Франция, Индия, Нидерланды, Япония. При этом нельзя не обратить внимание на выводы Ф.Н. Завьялова о том, что основной объем иностранных инвестиций направлен на распределительные виды экономической деятельности в ущерб производственной сфере, а в промышленности преобладающее место занимают

инвестиции в добычу сырьевых энергетических ресурсов и нефтепереработку вместо отраслей, определяющих инновационное развитие [96]. Интересен в этой связи и вывод А.С. Булатова о том, что «для российской экономической модели характерны: сложности с выходом фирм на внешний рынок и осуществлением в стране прямых иностранных инвестиций; слабая банковская система и низкое качество продукции местных поставщиков. Эти недостатки тормозят приток ПИИ в Россию и ориентируют внешних инвесторов на ввоз капитала в страну прежде всего в форме займов и кредитов» [35, с. 72-73].

Таблица 5 – Основные страны – поставщики прямых иностранных инвестиций в экономику России в 2005-2013 гг. (млн. долл. США)

	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Всего	9731	18783	11160	6880	4338	6431	5337	10627
в том числе:								
Австрия	169	283	329	161	100	303	65	49
Бельгия	76	49	255	391	24	70	20	6
Германия	321	767	1614	813	348	194	445	1564
Ирландия	1	52	210	100	146	210	29	30
Италия	93	30	47	89	13	226	67	52
Кипр	233	2031	2370	1201	791	1134	1522	5594
Нидерланды	6954	12831	2795	1130	631	1829	504	550
Великобритания	319	201	439	145	169	56	378	55
Финляндия	81	88	50	41	48	43	31	56
Франция	335	462	448	447	527	509	678	578
Швейцария	202	84	77	25	18	41	69	47
Швеция	107	183	61	61	34	118	31	15
Индия	1,0	219	312	396	511	610	485	487
Китай	3	172	90	203	60	437	113	161
Гурция	104	83	129	85	164	42	97	20
Япония	49	63	21	142	66	130	27	359
Канада	26	82	78	36	27	85	60	35
США	230	184	169	162	65	38	81	117

На низкую эффективность управления инвестиционным процессом в отечественной экономике указывает и И.В. Разумов [198]. Согласимся в этой связи с позицией Е. Ясина и К. Юдаевой, которые отмечают, что в перспективе Россия может стать одним из основных центров притяжения капитала, однако «для этого необходимо провести ряд институциональных преобразований,

которые сделают российский рынок привлекательным с точки зрения вложения средств и для отечественных, и для иностранных компаний» [270, с. 13].

Портфельные инвестиции осуществляются в форме приобретения ценных бумаг, как долговых и долевых, так и производных финансовых инструментов. Как было показано ранее, в данном случае речь идет о фиктивном капитале, поскольку инвестор приобретает свидетельства, подтверждающие долговые, долевыe и прочие (связанные с управлением риском ценовых изменений в будущем) экономические отношения, которые имеют особое движение вне кругооборота действительного капитала.

В этой связи воспроизводственная роль портфельных инвестиций представляется противоречивой. С одной стороны, они способствуют притоку капитала, развитию национального фондового рынка, увеличению объемов торговли, привлечению российскими эмитентами финансовых ресурсов. С другой стороны, приобретение иностранными инвесторами ценных бумаг непосредственно не влечёт за собой реального капиталoобразования – зачастую происходит лишь переход права собственности на уже выпущенные в обращение финансовые активы, осуществляемый с целью их дальнейшей перепродажи по более высоким ценам. Иначе говоря, спекулятивные мотивы преобладают над прочими – в большинстве случаев доминирующим экономическим интересом иностранных инвесторов выступает извлечение прибыли благодаря ценовым колебаниям. Как следствие в последние годы доля иностранного капитала на рынках развивающихся стран, в том числе и в России, является весьма существенной [223].

Нередко это приводит к возникновению ценовых пузырей – превышение спроса над предложением формирует устойчивый ценовой тренд. Рост котировок, в свою очередь, привлекает на данный сегмент рынка новых игроков, что еще более раскручивает ценовую спираль. В институциональном плане такие тренды можно называть самовоспроизводящимися, поскольку вложения в данный вид активов становятся распространенной неформальной нормой экономического поведения. Проблема осложняется тем, что в условиях

современной информационно-технологической инфраструктуры биржевой торговли возрастают риски, связанные с возможностью практически мгновенного вывода капитала с национальных рынков, что всегда сопровождается резким снижением котировок и оборачивается убытками для отечественных участников в краткосрочном плане и возникновением кризисных процессов на других сегментах рынка капиталов в долгосрочной перспективе.

В рамках данных рассуждений представляется целесообразным обратить внимание на еще один немаловажный аспект, связанный с воздействием притока иностранного капитала на темпы инфляции в странах-реципиентах, которая, в свою очередь, выступает стимулом для дальнейшего увеличения притока капитала. Дело в том, что на национальные рынки капитал приходит в валютах развитых стран, или свободно-конвертируемых валютах (СКВ), нередко именуемых «резервными». Однако конечное использование капитала (в форме реализации инвестиционных проектов, кредитов фирмам и домохозяйствам со стороны банковского сектора, покупки финансовых инструментов на национальном рынке и т.д.) осуществляется в национальной валюте. Тем самым возникает необходимость конверсионных операций, в результате которых предложение СКВ возрастает и курс национальной валюты укрепляется. Чрезмерное укрепление валютного курса, в свою очередь, не способствует росту конкурентоспособности отечественных производителей как на внутреннем, так и на внешнем рынках. В этой ситуации национальные центральные банки вынуждены проводить валютные интервенции, поддерживая спрос на СКВ и параллельно преследуя цель накопления валютных резервов. В действительности такие интервенции выступают каналом безналичной денежной эмиссии, в результате чего темпы инфляции возрастают (либо продолжают оставаться высокими). Как следствие в национальной экономике растут процентные ставки и котировки на рынке ценных бумаг, что продолжает стимулировать приток иностранного капитала.

В целом же можно говорить о формировании своеобразной самоподдерживающейся спирали (рисунок 8; сост. автором).



Рисунок 8 – Самоподдерживающаяся спираль притока иностранного капитала на национальные рынки

Таким образом, в условиях глобализации национальные финансовые рынки развивающихся стран функционируют в условиях регулярного притока капитала извне – как в виде займов, так и в форме вложений инвестиционного и спекулятивного характера. Регулярность и величина данных притоков воздействуют на развитие институциональной среды и структуры национальных финансовых рынков, формируют специфику дальнейших

каналов внутреннего перераспределения импортированного капитала, а также в значительной степени влияют на всю систему экономических отношений.

Поэтому существенное сокращение объемов и снижение интенсивности движения иностранного капитала выступают фактором, запускающим периоды неустойчивости на национальных рынках. Более того, специфичность движения капитала определяется тем, что зачастую прекращение притока автоматически приводит к его оттоку. И спираль, обозначенная нами на рисунке 8, деформируется и начинает работать в ином режиме. Отток сопровождается ростом спроса на иностранную валюту, в результате чего национальная валюта обесценивается, что еще более усиливает спрос на мировые резервные валюты. При этом негативные процессы на рынках капитала способны приводить к серьезным проблемам во всей системе общественного воспроизводства – к сокращению инвестиций, банкротству фирм, росту безработицы и падению уровня жизни домашних хозяйств, уменьшению налоговых платежей и увеличению дефицитности бюджетов и т.д. Все это лишний раз демонстрирует значимость устойчивого функционирования рынков капитала для обеспечения стабильного экономического развития.

Помимо движения капитала по проанализированным долговому, долевым и спекулятивному каналам, на национальные рынки не могут не влиять потоки денежных средств, обслуживающие международную торговлю. Собственно каналом движения капитала такие потоки назвать нельзя, поскольку фактически речь идет об экономических отношениях обмена. Однако, в условиях мультивалютности мировой экономики, соотношение между экспортом и импортом является одним из основных фундаментальных факторов, определяющих величину валютного курса. Иначе говоря, параметры торгового баланса оказывают непосредственное воздействие на валютный рынок и опосредованное влияние на другие сегменты рынка капитала. Обратим в этой связи внимание на тот факт, что, как было показано в первой главе диссертационного исследования, само по себе существование валютного рынка эволюционно связано с развитием торговых отношений между странами.

Регулярное превышение экспорта над импортом создает условия для укрепления курса национальной валюты, что требует проведения центральным банком валютных интервенций и в последующем способствует росту процентных ставок, то есть усиливает обозначенную нами ранее спираль (см. рисунок 8). Таким образом, сокращение валютных поступлений, связанных с экспортом, также деформирует рассмотренную ранее спираль и способно усиливать периоды неустойчивости национальных финансовых рынков. Если же экспорт в целом занимает существенное место в структуре народного хозяйства, то его сокращение (как через падение цен на экспортируемые товары, так и через уменьшение физических объемов) оказывает крайне отрицательное влияние на всю экономическую систему, с одновременным негативным воздействием на бюджетную сферу и рынки долгового и акционерного капитала.

Итак, существенные негативные изменения в соотношении между импортом и экспортом в связи с сокращением также следует обозначить как фактор, запускающий периоды неустойчивости национальных рынков капитала в условиях глобализации.

К настоящему времени в мировой экономике накоплен уже достаточно обширный опыт кризисов в национальных экономических системах, спровоцированных изменениями в потоках иностранного капитала и в параметрах торгового баланса. Одной из первых потенциальную опасность, связанную с движением международных капиталов в условиях становления глобальных тенденций, продемонстрировала экономика Мексики в 1982 году. Кризисные процессы, обусловленные неспособностью ряда развивающихся экономических систем погашать свои долговые обязательства, стали возникать с начала 1960 гг. Однако, они не представляли угрозу для мировых рынков капиталов. В этом смысле мексиканский кризис можно считать первым кризисом, который носил глобальный характер [152].

В 1970-е годы Мексика стала одним из значимых экспортеров нефти, что на фоне роста нефтяных цен способствовало увеличению бюджетных расходов

и экономическому росту. Как следствие наблюдался активный приток иностранного капитала, в основном по линии займов крупнейших международных банков. На начало 1980-х годов Мексика стала одним из крупнейших заемщиков – её долг превышал 80 млрд. долл. США. Между тем в 1981 году начался мировой экономический спад, вызвавший сокращение спроса на нефть и падение цен на неё. Резко возрос уровень ссудного процента, в то время как доходы от экспорта нефти сильно сократились, крайне усилил дефицит бюджета. Началась паника на валютном рынке. Ситуация осложнялась тем, что большинство долговых обязательств носило краткосрочный характер. В результате 12 августа 1982 г. Правительство Мексики объявило об истощении валютных резервов центрального банка и о неспособности обслуживать внешний долг с параллельной просьбой о реструктуризации задолженности [195; 216]. Это вызвало известный в экономической науке эффект домино: вслед за Мексикой о своей неспособности выплачивать кредиты объявили более сорока стран – долговой кризис стал глобальным, так как многие транснациональные банки оказались на грани банкротства. Кризис продолжался более семи лет – соответственно все это время развивающиеся страны были практически полностью лишены поступления иностранного капитала. В современной экономической литературе нередко этот период развития мировой экономики так и называется – «долговой кризис 1980-х годов» [125, с. 24].

Интерес к мексиканскому опыту обусловлен и тем, что спустя 12 лет кризисные процессы повторились по схожему, хотя и не идентичному, сценарию. Дело в том, что в конце 80-х годов политика активного привлечения иностранного капитала была продолжена. В отличие от кризиса 1982 г., в 1994 г. причины неустойчивости рынка носили внутренний характер и были связаны с напряжением политической обстановки. После крестьянского восстания был убит главный кандидат в президенты. Это привело к резкому сокращению притока иностранных инвестиций, в результате чего на внутреннем валютном рынке Мексики сократилось предложение долларов США, вызвав падение

национальной валюты (песо) [182]. Опасаясь глобального характер возможных последствий, США и Канада предоставили финансовую помощь, однако на начальном этапе она не оказала должного воздействия и в конце 1994 года валютный кризис усилился [231]. В этой ситуации в январе 1995 г. Казначейство США объявило об образовании нового фонда спасения в размере 50 млрд. долл. США, масштаб которого успокоил инвесторов и приостановил отток капитала. Обратим внимание на весьма значимый аспект – от открытой кредитной линии фактически было востребовано лишь 12,5 млрд. долл. США [114]. Этот пример дополнительно иллюстрирует институциональную природу финансовых кризисов, выражающуюся в том, что экономические процессы (как негативные, так и позитивные) во многом обусловлены ожиданиями участников рынка и их доверием к институтам национального и наднационального регулирования. Причем в условиях глобализации нивелированию институциональных аспектов следует уделять самое пристальное внимание. Согласимся в этой связи с позицией Е.Л. Мадорского, считающего, что «финансовые власти должны сразу же осознать, что общая паника среди инвесторов является фактически платой за преимущества, которые глобальный рынок капиталов несёт его участникам» [146, с. 64].

Практически все дальнейшие кризисные процессы на рынках капитала были также спровоцированными существенными изменениями в динамике иностранных инвестиций и поступлений от экспорта: Азиатский кризис 1997-1998 гг. [92; 188; 189; 208], кризис в России в августе 1998 г. [102; 151], Бразильский кризис 1999 г. [284], Аргентинский кризис 2001 г. [120] Безусловно, непосредственные механизмы кризисных процессов имеют отличия и постоянно трансформируются. Как отмечает Д. Коэн, «создается впечатление, что финансовые кризисы, подобно вирусам, мутируют по мере появления средств, предназначенных для их разрешения» [125]. Тем не менее, факторы, запускающие периоды неустойчивости, одни и те же. А.В. Аникин называет такие кризисы кризисами нового типа и напрямую связывает их с процессами глобализации. При этом указывает на их крайне деструктивный

характер: «Такие кризисы оставляют в руинах банковскую систему, что и произошло в России и Индонезии. Одни финансовые учреждения закрываются, другие поглощаются более сильными национальными или иностранными банками, третьим пытается помочь государство путем вливания бюджетных денег. Практически все кризисные страны оказались перед лицом сложнейшей проблемы реструктуризации банков» [11, с. 286]. С.Ю. Глазьев в этой связи более категоричен: «необходимо понимать, что дешевые иностранные деньги – это ловушка, в которую мы уже вляпались дважды, – в 1998 году, потом в 2007 году. Практически все наши корпорации оказались банкротами за два дня, после того, как обвалился наш финансовый рынок» [59].

Таким образом, к числу «запускающих» факторов в условиях глобализации относятся факторы, воздействующие на динамику, направления и интенсивность движения потоков капитала. Такие изменения могут наблюдаться как по линии торгового баланса (соотношение экспорта и импорта), так и в связи с трансакциями, не связанными с движением товаров и услуг (финансовые операции). В первом случае основное негативное воздействие на национальный рынок капитала осуществляется через валютный рынок и валютный курс. Во втором случае кризисные сценарии реализуются как через краткосрочные долговые рынки и рынки акций, так и через сокращение инвестиционной активности фирм и потребительской активности домохозяйств в долгосрочном плане.

2.2. Усиливающие детерминанты и механизмы кризисных процессов на рынках капитала: ключевые спиралевидные взаимосвязи экономических отношений

Итак, как было показано в предыдущем параграфе, изменения в трансграничном движении капитала выступают ключевым фактором, способным запускать периоды неустойчивости на национальных рынках капитала. Между тем вполне очевидно, что колебания в движении капитала носят постоянный, регулярный характер. В межкризисные периоды национальный рынок капитала, будучи открытой саморегулируемой системой, через сложную совокупность положительных и отрицательных обратных связей способен адаптироваться под изменения в потоках иностранного капитала. В этой связи необходимо проанализировать вторую группу факторов («усиливающие факторы»), которая усиливает негативные тенденции неустойчивого развития, нивелируя действия внутренних компенсационных механизмов, направленных на противодействие кризисным сценариям функционирования сегментов рынка капитала. Более того, в контексте методологического синтеза синергетического и институционального подходов представляется значимым выявление внутренних механизмов вектора неустойчивого развития и причинно-следственных связей, обуславливающих неизбежность усиления кризисных тенденций.

По нашему мнению, «усиливающие» факторы обусловлены сложным, зачастую спиралевидным характером причинно-следственных связей между взаимозависимыми экономическими отношениями на разных сегментах рынка капитала. В синергетическом плане спиралевидность выражается в том, что при определенных условиях положительные обратные связи на рынках капитала начинают преобладать над отрицательными. С точки зрения институционального подхода, периоды неустойчивости обусловлены совокупностью формальных и неформальных норм, регулирующих поведение участников рынка капитала.

В первую очередь обратим внимание на значимость неформально-институциональных аспектов обеспечения устойчивости рынков капитала, связанных с ожиданиями участников рынка и уровнем доверия между ними. Тот факт, что принятие решений экономическими агентами в значительной степени определяется их ожиданиями, на сегодняшний день является общепризнанным в экономической науке. Одними из первых данную проблематику разрабатывали Ф. Найт [167], Дж. Кейнс [113], Дж. Шекл [25], Г. Саймон [24]. Широкое признание получила теория рациональных ожиданий Дж. Мута [275; 276], считавшего, что индивиды располагают всей доступной для них информацией и используют ее в такой модели экономики, какую они себе представляют и считают правильной. В этой связи весьма показательно высказывается М. Хашем Песаран: «В среде, характеризующейся неопределенностью, анализ экономического поведения неизбежно предполагает учет ожиданий. Таким образом, механизмы их формирования и их воздействие на принятие решений становятся важнейшей проблемой с точки зрения теории экономической динамики» [259].

Институциональный характер ожиданий в контексте рассмотрения вопросов устойчивости рынков капитала проявляется в том, что наблюдается некая устойчивость воспроизведения одних и тех же моделей поведения экономических агентов, принятия ими одних и тех же решений в конкретных наблюдаемых ситуациях. Зачастую это приводит к тому, что отрицательные обратные связи сменяются положительными, тем самым негативно воздействуя на устойчивость того или иного сегмента рынка капитала. В качестве примера можно привести ставшую практически абсолютно прогнозируемой реакцию участников отечественного валютного рынка на изменение цен на нефть на мировых рынках: вслед за снижением стоимости энергоресурсов происходит ослабление курса рубля. И наоборот. Причем по мере усиления нестабильности данная связь становится более отчетливой. Тем самым можно утверждать, что покупка иностранной валюты стала распространенной и устойчивой институциональной нормой экономического поведения профессиональных

участников рынка, фирм и домашних хозяйств в условиях инфляционных и девальвационных ожиданий.

С ожиданиями тесно связана проблема доверия. Будучи институциональной категорией [236], доверие выступает своеобразным связующим материалом для всей системы экономических отношений [78; 116; 123; 145; 160], и в особенности на рынках капитала. Поэтому падение уровня доверия усиливает периоды неустойчивости рынков капитала, особенно в условиях развития глобализации экономики [184, с. 95]. В первой главе этот аспект был нами подробно раскрыт при описании особенностей рынка ссудного капитала и его устойчивости.

Проблема ожиданий и доверия стала причиной разработки участниками рынка капитала совокупности инструментов управления рисками, призванными снизить уровень неопределенности будущего и сократить вероятность возможных потерь [97]. В этом смысле многовековая эволюция финансовых рынков параллельно сопровождалась развитием системы риск-менеджмента. Между тем, призванное минимизировать потери для конкретного экономического агента, в целом формально-институциональное закрепление механизмов управления рисками становится одним из факторов, способных усиливать неустойчивость рынка в целом. Это выражается в том, что индивидуальные действия, направленные на снижение возможных убытков, в определенных условиях (кризисный режим функционирования вследствие сокращения потоков иностранного капитала) приводят к ситуации, когда положительные обратные связи в системе экономических отношений рынка капиталов начинают доминировать над отрицательными обратными связями. В результате формируются негативные спирали, усиливающие неустойчивость рынка. На данную проблему можно посмотреть и под другим углом: экономические отношения на разных сегментах рынка капитала взаимосвязаны – как прямо, так и опосредованно. Однако, не все из этих взаимосвязей способны приводить рынок в состояние неустойчивости. Ряд взаимосвязей

обладают особо деструктивным характером. Причем природа этого вытекает из необходимости управления рисками участниками рынка.

В этой связи представляется целесообразным выделить и рассмотреть ключевые спиралевидные взаимосвязи рынка капитала, выступающие причинами его имманентной неустойчивости и одновременно составляющими механизм реализации кризисных сценариев развития. Одновременно их можно условно обозначить как «узловые блоки» экономических отношений рынка капитала, детерминирующие усиление его неустойчивости.

По нашему мнению, к числу наиболее значимых таких взаимосвязей следует отнести «рынок межбанковских ссуд – рынок фиктивного капитала».

В широком смысле рынок межбанковского кредитования (МБК) включает в себя два уровня. Первый представлен экономическими отношениями, опосредующими движение ссудного капитала между центральным банком и коммерческими банками, второй – между коммерческими банками. Обратим внимание на то, что деление рынка МБК на два уровня является достаточно условным, тем не менее значимым с точки зрения уяснения принципиальной разницы между природой и целевым характером данных отношений. Если в первом случае речь идет о рефинансировании центральным банком выданных коммерческими банками кредитов и поддержании ликвидности банковского сектора через автоматическое проведение платежей при отсутствии средств на корреспондентском счете банка, то во втором осуществляется перераспределение на возвратной и платной основе капитала, мобилизованного другими банками.

Роль рынка МБК (нередко именуемого денежным рынком, что связано с краткосрочным характером трансакций) в обеспечении устойчивости рынка капитала в целом трудно переоценить. В условиях постоянного несовпадения сроков и размеров движения ссудной стоимости он выступает основой бесперебойного функционирования платежной системы, тем самым обслуживая одну из важнейших стадий воспроизводственного процесса –

стадию обмена. В периоды же нестабильности он является механизмом экстренной финансовой помощи. Соответственно нарушения в работе рынка МБК, выражающиеся в падении доверия банков друг к другу и проявляющиеся в сокращении лимитов кредитования на фоне роста уровня ссудного процента, способны генерировать кризис ликвидности во всей банковской системе.

В наиболее общем виде под ликвидностью понимается способность активов быть быстро проданными по цене, близкой к рыночной («ликвидный» – обращаемый в деньги) [53]. Тем самым ликвидность на поверхности выступает характеристикой того или иного актива. На первый взгляд, раскрытие понятия и категории «ликвидность» не вызывает особых трудностей. Можно найти массу определений, смысл которых сводится к пониманию ликвидности как способности материальных ценностей использоваться в качестве средства платежа или легко превращаться в таковое, сохраняя при этом свою стоимость. Однако, по мнению автора, имеющиеся в экономической литературе подходы не в полной мере отражают сущность ликвидности как экономической категории. На этом уровне рассмотрения ликвидность есть абстрактное выражение реально существующих экономических отношений обмена. Иначе говоря, за способностью актива быть проданным стоят отношения между участниками рынка, связанные с обменом теми или иными благами. Однако и в данном случае мы не учитываем всей сложности данной категории, поскольку ликвидность также рассматривается как характеристика субъекта и отражает подвижность его активов, предполагающую, в свою очередь, возможность бесперебойной оплаты в срок кредитно-финансовых обязательств и законных денежных требований. Тем самым подразумевается весь комплекс экономических отношений того или иного субъекта, отражающих его место в системе общественного производства и основанных на сопоставлении сроков требований и обязательств [237].

Более того, в контексте проблематики устойчивости рынка капитала правомерно обратиться к понятию ликвидности самого рынка, то есть его способности амортизировать изменения в спросе и предложении так, чтобы они

не вызывали значительных колебаний цен на рынке [199]. Очевидно, что за этой способностью также скрываются обменные экономические отношения участников рынка, зависящие как от специфики обращающегося товара, так и от характера и способов взаимосвязей.

При рассмотрении ликвидности на рынках капитала целесообразно учитывать их неоднородность, обусловленную тем, что разные сегменты рынка опосредуют разные экономические отношения. В этой связи целесообразно особого подробно рассмотреть два основных сегмента – рынок ссудного капитала и рынок фиктивного капитала, о специфике которых говорилось в первой главе. Первый опосредует отношения займа и институционально состоит из кредитного рынка и рынка долговых ценных бумаг. Второй опосредует отношения совладения и фактически включает рынок акций. Принципиальная разница между данными сегментами рынка капиталов, как было показано ранее, очевидна: если в первом случае отношения между участниками рынка предусматривают возврат ссуженной стоимости, то во втором речь идёт о совместном владении активами, в связи с чем инвестированные ресурсы не возвращаются и при этом вместо ссудного процента возникает право на получение прибыли от акционерного капитала.

Разный характер отношений обуславливает и разные механизмы проявления неустойчивости. Кризисные процессы на рынках фиктивного капитала характеризуются в первую очередь стремительным обесценением активов на фоне роста волатильности рынка. Напротив, неустойчивость рынка ссудного капитала проявляется через неспособность его участников своевременно погашать долговые обязательства. Обратим внимание на тот факт, что и в том, и в другом случае, речь идёт о нарушении ликвидности рынка и его участников, хотя сам характер проблем имеет разную природу. Более того, потенциальная неустойчивость рынка капиталов обуславливается тесной взаимосвязью обозначенных сегментов.

Итак, взаимосвязь между рынком ссудного капитала (сегмент межбанковских кредитов) и рынком фиктивного капитала, способная усиливать

их неустойчивость, обусловлена тем, что на рынке МБК обеспечением движения ссуженных стоимостей выступает фиктивный капитал в форме ценных бумаг. При возникновении проблем с ликвидностью на рынке фиктивного капитала наблюдается снижение котировок ценных бумаг, что приводит к сокращению возможностей банков по предъявлению спроса на кредитные ресурсы у других банков, так как имеющиеся в распоряжении и передаваемые в обеспечение ценные бумаги становятся дешевле (см. рисунок 9; сост. автором).

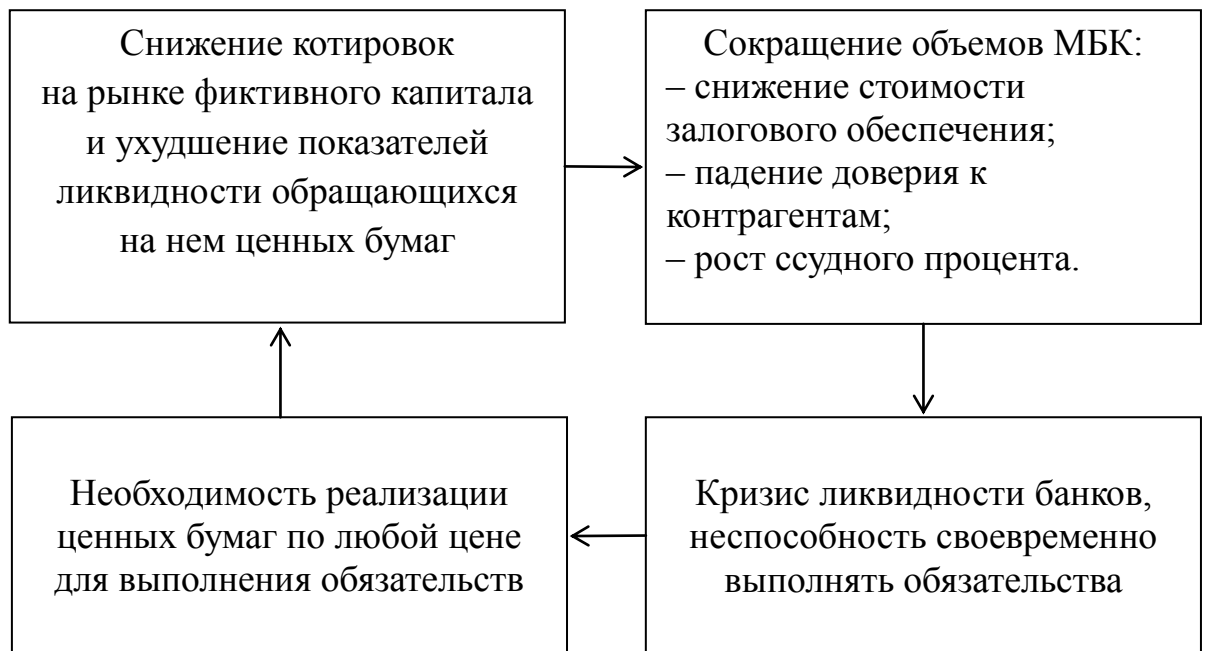


Рисунок 9 – Негативная спиралевидная взаимосвязь между рынком ссудного капитала (сегмент межбанковских кредитов) и рынком фиктивного капитала

Более того, в данном примере проявляется механизм положительной обратной связи. Поскольку у банков возникают проблемы со своевременным погашением обязательств и обеспечением бесперебойного функционирования платежной системы, одним из очевидных и наиболее доступных способов обеспечения ликвидности становится реализация имеющихся финансовых активов, что приводит к дальнейшему снижению котировок и ещё больше ухудшает ликвидность рынка фиктивного капитала. Причём причины и

следствия в данном случае могут меняться местами – первоисточником неустойчивости может выступать и сам рынок межбанковских кредитов.

Следствием таких взаимосвязей становится глубокий кризис рынка капиталов в целом, который, в свою очередь, на практике является очагом финансовой инфекции для всей экономической системы. Обратим внимание, что описанный механизм работает и в обратном направлении, приводя как к чрезмерной капитализации рынка ценных бумаг, так и к неоправданной кредитной экспансии. В совокупности эти взаимосвязи объясняют и одновременно усиливают цикличность развития рынков капитала.

Достаточно показательной иллюстрацией особой деструктивной взаимосвязи между рынком МБК и рынком фиктивного капитала служит ситуация в отечественной экономике в 2008 году. Как было показано ранее, специфика функционирования национальных рынков капитала развивающихся стран, в том числе и России, в условиях глобализации определяется их зависимостью от поведения иностранных участников. В 2008 году это проявилось особенно наглядно. Отток капитала вследствие ипотечного кризиса в США спровоцировал и существенное снижение котировок на рынке акций, и неспособность ряда российских банков своевременно погашать обязательства перед иностранными кредитными институтами, что привело к напряженности на рынке межбанковского кредитования [46]. В дальнейшем интенсивно заработал описанный выше механизм положительной обратной связи, что привело как к кризису национального рынка капиталов, так и усилило кризисные процессы в реальном секторе экономики [69].

В этих условиях возникает вопрос о возможных мерах противодействия факторам неустойчивости рынка капиталов со стороны государственных институтов. Не вдаваясь в вопросы конкретных мер финансового и денежно-кредитного регулирования, обратим внимание на важный институциональный аспект – на специфичность институционального отечественного обеспечения правил игры на рынке ссудных капиталов, отражающего несоответствие временных параметров движения ссудного капитала и закрепляющего

возможность домохозяйств как основных поставщиков капитала требовать досрочного возврата денежных средств.

В этой связи требуется рассмотрение ещё одного «узлового блока» экономических отношений, детерминирующего возможное усиление неустойчивости как рынка капитала, так и всей национальной экономической системы. Речь идет о взаимосвязи между склонностью домашних хозяйств к осуществлению сбережений в форме банковских депозитов и динамикой банковского кредитования – как потребительского, так и инвестиционного. В условиях негативного информационного фона, сопровождающего периоды неустойчивости рынка капитала, возрастает опасность изъятия населением банковских депозитов до наступления сроков их окончания. Мотивы такого поведения домашних хозяйств очевидны, обусловлены сменой ожиданий и стремлением минимизировать риски возможных потерь из-за возросшей вероятности банкротств банков. Как следствие коммерческие банки вынуждены изменять собственные подходы к управлению рисками увеличивать запасы денежных средств в целях бесперебойного выполнения требований клиентов [237]. Технически такое увеличение возможно лишь за счет сокращения кредитования фирм и домашних хозяйств [21]. В результате уменьшения потребительского кредитования сокращается совокупный спрос, а падение объемов выдаваемых кредитов фирмам сокращает инвестиции и приводит к проблемам управления оборотным капиталом.

В дальнейшем это запускает еще одну, зачастую более масштабную, спираль – ухудшение показателей развития экономики (рост банкротств фирм, увеличение безработицы) приводит к снижению кредитоспособности заемщиков, увеличивается количество невозвратов кредитов. Рост кредитных рисков, в свою очередь, вынуждает банки и далее сокращать объемы кредитования. Более того, усилению положительных обратных связей в системе способствует и формально-институциональный механизм управления рисками банков, закрепленный инструкциями центрального банка. По мере ухудшения качества кредитных портфелей банки обязаны увеличивать резервы на

возможные потери по ссудам, что еще больше сокращает их возможности по выдаче новых кредитов (см. рисунок 10; сост. автором).



Рисунок 10 – Спиралевидная взаимосвязь сокращения объемов кредитования экономики и ухудшения показателей её развития

Обратим внимание, что именно данная спиралевидная негативная взаимосвязь характерна для развития российской экономики в 2015 году. В связи с валютным кризисом и ухудшением показателей ликвидности банковского сектора на фоне роста ключевой ставки Банка России и паники среди вкладчиков в декабре 2014 г., коммерческие банки стали увеличивать кассовые активы, а также пересмотрели подходы к риск-менеджменту, вследствие чего объемы кредитования домашних хозяйств и фирм в 2015 году существенно сократились. Так, если на 1 января 2015 г. объем кредитов, предоставленных физическим лицам в рублях, составлял 11,028 трлн. руб., то на 1 августа 2015 г. этот показатель составил 10,472 трлн. руб. Аналогичная

ситуация с кредитованием организаций – снижение наблюдается с 20,849 трлн. руб. до 20,777 трлн. руб. [278, с. 122] При этом существенно увеличивается уровень просроченной задолженности. Наиболее острая ситуация складывается в сегменте кредитования малого и среднего бизнеса – просроченная задолженность по кредитам выросла за первые восемь месяцев на 52%, при том что объем кредитования снизился на 5% [284]. В совокупности с другими существенными негативными факторами (низкие цен нефть, экономические санкции, бюджетный дефицит), падение объемов кредитования негативно сказывается на показателях социально-экономического развития российской экономики: снижается объем ВВП (за I полугодие 2015 г. – на 3,5% к I полугодю 2014 г.), падают реальные располагаемые денежные доходы населения (на 4,3% – сентябрь 2015 г. к сентябрю 2014 г.), сокращаются инвестиции в основной капитал (на 5,6% – сентябрь 2015 г. к сентябрю 2014 г.) и др. [282]

Тем самым можно сделать еще один значимый вывод – кризисы ликвидности банковского сектора вследствие специфики спиралевидных связей между рынками ссудного и фиктивного капитала склонны в дальнейшем (при отсутствии адекватных эффективных мер со стороны органов государственного и монетарного регулирования) трансформироваться в кризисы надежности. Если в первом случае речь идет о рисках потерь, обусловленных несовпадением сроков требований и обязательств, то во втором убытки банков связаны с невозвратом ссудного капитала.

В конечном счете, именно данная особенность национального рынка капиталов (несоответствие временных параметров движения ссудного капитала и закрепляющего возможность домохозяйств как основных поставщиков капитала требовать досрочного возврата денежных средств) в значительной мере усиливает объективные факторы неустойчивости, объясняет повышенный спрос со стороны банков на ликвидность, ограничивает объемы кредитования финансового, реального и потребительского секторов экономики. Кроме того, специфичность реализации описанных выше спиралей в отечественных

условиях обусловлена рядом особенностей. В частности, речь идет о доминировании крупных игроков на банковском рынке, эшелонированности рынка межбанковского кредитования, специфики конкурентных отношений, особенностях менталитета участников рынка, регионально-географических и технико-коммуникационных аспектах.

Институциональное закрепление механизмов управления рисками предопределяет потенциальную неустойчивость и непосредственность на рынках фиктивного капитала. Так, положительные обратные связи на данном сегменте рынка капитала возникают вследствие распространенности маржинальной торговли, операций РЕПО, а также рыночных приказов типа «стоп-лосс» и активного внедрения в последние годы автоматизированных торговых систем. В этом случае управление рисками участников рынка направленно на минимизацию возможных потерь вследствие неблагоприятных ценовых колебаний. Однако, совокупность индивидуальных действий экономических агентов приводит рынок в целом в состояние неустойчивости, что проявляется через стремительное снижение котировок и банкротство участников.

Таким образом, «усиливающие» факторы обусловлены сложным, зачастую спиралевидным характером причинно-следственных связей между взаимозависимыми экономическими отношениями на разных сегментах рынка капитала. С институциональной точки зрения усиливающие факторы связаны с существованием противоречия: экономические агенты принимают решения, направленные на минимизацию рисков, однако совокупность данных индивидуальных действий усиливает неустойчивость рынка в целом. Причем применительно к российскому рынку наличие спиралевидных (положительных обратных) связей вытекает не только из мирового опыта организации экономических отношений на финансовых рынках, но и детерминируется отечественной спецификой. В частности, речь идет о доминировании крупных игроков на банковском рынке, эшелонированности рынка межбанковского кредитования, специфики конкурентных отношений, особенностях менталитета

участников рынка, регионально-географических и технико-коммуникационных аспектах. Кроме того, на институциональном уровне усиливающим фактором следует считать инерционный характер принятия решений всеми группами экономических агентов, а также изменения уровня доверия между ними и ожиданий.

2.3. Противоречивость инструментов демпфирования колебаний на рынках капитала

Устойчивость рынков капитала выступает одним из значимых условий позитивного развития экономики в целом. И, напротив, периоды неустойчивости финансовых рынков способны оказывать крайне разрушительное воздействие на всю систему экономических отношений. Опасность, исходящая из неустойчивого состояния рынков капитала, была наглядно продемонстрирована кризисом 1929-1933 гг. Его теоретическое осмысление в работах Дж. Кейнса положило начало разработке теории государственного регулирования экономики. В результате к настоящему времени экономической наукой накоплен обширный багаж знаний, объясняющих и предписывающих, каким образом возможно и целесообразно применение государственными институтами тех или иных инструментов воздействия на экономические отношения в различных условиях. Вместе с тем, регулярно воспроизводящиеся финансовые и экономические кризисы являются наглядным свидетельством того, что на практике применение инструментов государственного регулирования не всегда является достаточно эффективным.

В этой связи представляется значимым выделение факторов, которые осложняют возможности институтов государственного регулирования осуществлять «внешнее» воздействие на сегменты финансового рынка в целях возврата к их устойчивому состоянию. По мнению автора, «осложняющие» факторы обусловлены противоречивостью инструментов денежно-кредитного регулирования.

Роль денежно-кредитной политики в системе мер государственного регулирования экономики в настоящее время трудно переоценить. Это обусловлено тем, что современное денежное обращение имеет кредитную природу [19; 129; 244], в результате чего воздействие на кредитно-денежные отношения отражается на развитии всей национальной экономики. Будучи основанной на кредитной природе современного денежного обращения и концепциях ученых о роли денег в экономике, денежно-кредитная политика способна воздействовать как на отдельные макроэкономические процессы (темпы инфляции, уровень безработицы, величина ссудного процента, тенденции к потреблению и сбережению и др.), так и на динамику экономического развития в целом. В то же время, эффективность денежно-кредитного регулирования осложняется тем, что достижение одних целей может противоречить реализации других.

В первую очередь обратим внимание на противоречивость инструментов регулирования валютного курса монетарным методам воздействия на темпы инфляции и уровень процентных ставок. Частично данная взаимосвязь была нами упомянута при исследовании самоподдерживающейся спирали притока иностранного капитала на национальные рынки в параграфе 2.1. Противоречивость проявляется в том, что в условиях устойчивого и значительного положительного сальдо платежного баланса (как по линии внешней торговли, так и в связи с движением капитала) национальные центральные банки вынуждены активно проводить валютные интервенции в целях недопущения чрезмерного укрепления курса национальной валюты. Однако такие интервенции являются одним из каналов эмиссии денежных средств, в результате чего денежная масса возрастает и на фоне отставания роста товарной массы приводит к усилению темпов инфляции.

Уточнение конкретных особенностей реализации данного противоречия применительно к российской экономической системе целесообразно провести через выявление специфики отечественных инфляционных процессов, а также

анализ особенностей влияния глобализационных процессов на темпы инфляции.

В условиях расширения внешнеэкономических связей и развития международной торговли национальные экономики становятся более зависимыми от динамики мировых цен. Причем характер такой зависимости применительно к российской экономике весьма сложен и разнообразен. Сошлемся в этой связи на модель А.В. Ишханова и Е.Ф. Линкевич (см. рисунок 11), особенно характерную для ситуации укрепления курса рубля.

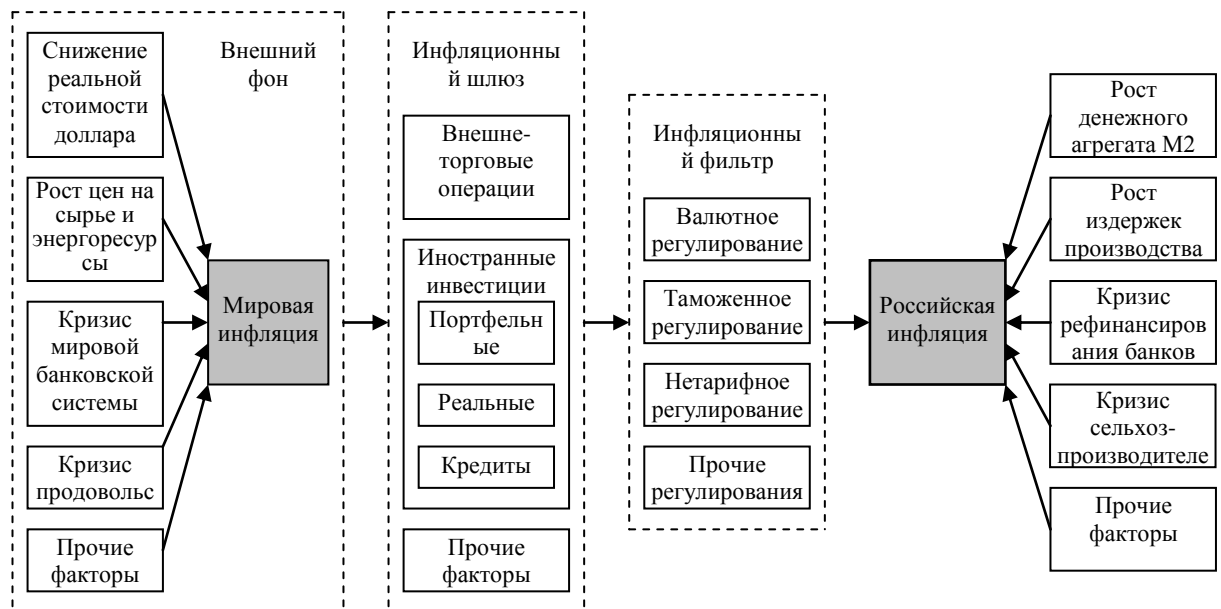


Рисунок 11 – Структура воздействия факторов мировой инфляции на инфляцию в России [108, с.41]

Действительно, одним из наиболее значимых факторов выступает изменение курса рубля по отношению к доллару США. Парадоксальность ситуации, по нашему мнению, заключается в том, что воздействие изменений в стоимости национальной валюты по отношению к иностранным проявляется двояко – как в условиях укрепления, так и во время снижения. Причем и в том, и в другом случаях, влияние осуществляется в основном по линии внешней торговли, хотя и через разные каналы.

В контексте рассмотрения обозначенного выше противоречия нас особо интересуют периоды снижения курса доллара. Учитывая специфику

внешнеторговой деятельности российской экономики, связанную с экспортом энергоресурсов, выручка отечественных экспортеров, номинированная в иностранной валюте, обуславливается двумя факторами: физическими объемами экспорта и уровнем цен на экспортируемые товары. Поэтому в условиях роста нефтяных котировок и увеличения объема поставок нефти российскими производителями за рубеж, в 2001-2008 гг. наблюдался существенный приток иностранной валюты, что привело к укреплению курса рубля и в условиях необходимости поддержки уровня конкурентоспособности российской экономики потребовало проведения Банком России активных валютных интервенций. Следствием этого стал значительный рост денежной массы (см. таблицу 6; сост. автором по: [290]).

Таблица 6 – Динамика денежной массы (денежный агрегат М2) в России в 2001-2008 гг.

Показатель	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Денежная масса М2 на начало года, млрд руб.	1154,4	1602,6	2134,5	3212,6	4363,3	6044,7	8995,8	13272,1
% к предыдущему году	-	138,8	133,2	150,5	135,8	138,5	148,8	147,5

Тем самым совокупность данных причин выступала ключевым монетарным фактором, объясняющим высокий уровень инфляции. Как справедливо отмечают А.В. Ишханов и Е.Ф. Линкевич, «это явилось причиной неоправданного роста рублевой денежной массы в экономике России, трансформируя глобальную монетарную инфляцию в инфляцию денежного обращения нашей страны» [108, с. 39]. Немаловажно и то, что данный внешнеторговый канал существенно усиливает рассмотренную нами ранее самоподдерживающуюся спираль притока иностранного капитала на национальные рынки.

После кризисных процессов во второй половине 2008 г., по мере восстановления нефтяных цен, в российской экономике рост денежной массы восстановился (см. таблицу 7; сост. автором по: [290]), хотя темпы прироста были существенно ниже, чем в 2001-2008 гг., что связано со снижением темпов

роста цен на мировом рынке энергоносителей. Тем не менее, рост денежной массы по-прежнему выступал значимым монетарным фактором инфляции, носящим внешний характер. Также обратим внимание на то, что в условиях существенного ослабления курса рубля как в 2008, так и в 2014 гг., наблюдалось ускорение темпов инфляции. Это объясняется девальвационным эффектом – цены на внутреннем рынке росли вследствие значительного удорожания импорта.

Таблица 7 – Динамика денежной массы (денежный агрегат М2) в России в 2009-2014 гг.

Показатель	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Денежная масса М2 на начало года, млрд руб.	12975,9	15267,6	20011,9	24483,1	27405,4	31404,7
% к предыдущему году	97,7	117,7	131,1	122,3	111,9	114,6

При рассмотрении монетарных факторов, детерминирующих уровень инфляции в российской экономике в рассматриваемый период, нельзя не учитывать и тот факт, что в условиях ипотечного кризиса в США и ограничения доступа отечественных кредитных институтов к зарубежным рынкам капитала, Правительством РФ и Банком России предпринимались антикризисные меры финансовой поддержки, которые также влияли на увеличение количества денег в экономической системе.

Вместе с тем, наряду с монетарными факторами, российская инфляция также носит и немонетарный характер. В этой связи заслуживает внимания схема модели инфляционного баланса, разработанная С.В. Якуниным и М.В. Синева (см. рисунок 12). Действительно, инфляция издержек в российской экономике обусловлена совокупностью факторов, среди которых, помимо уже рассмотренного роста цен на сырьё, следует упомянуть монополизированный характер экономики, доставшийся в наследство от административно-командной системы; высокие издержки финансового характера, связанные с высокими ставками по кредитам и прочим финансовым операциям; рост оплаты труда, в определенные периоды опережающий темпы

роста его производительности; наличие структурных диспропорций и слабая диверсификация экономики; высокий уровень налогообложения фирм.

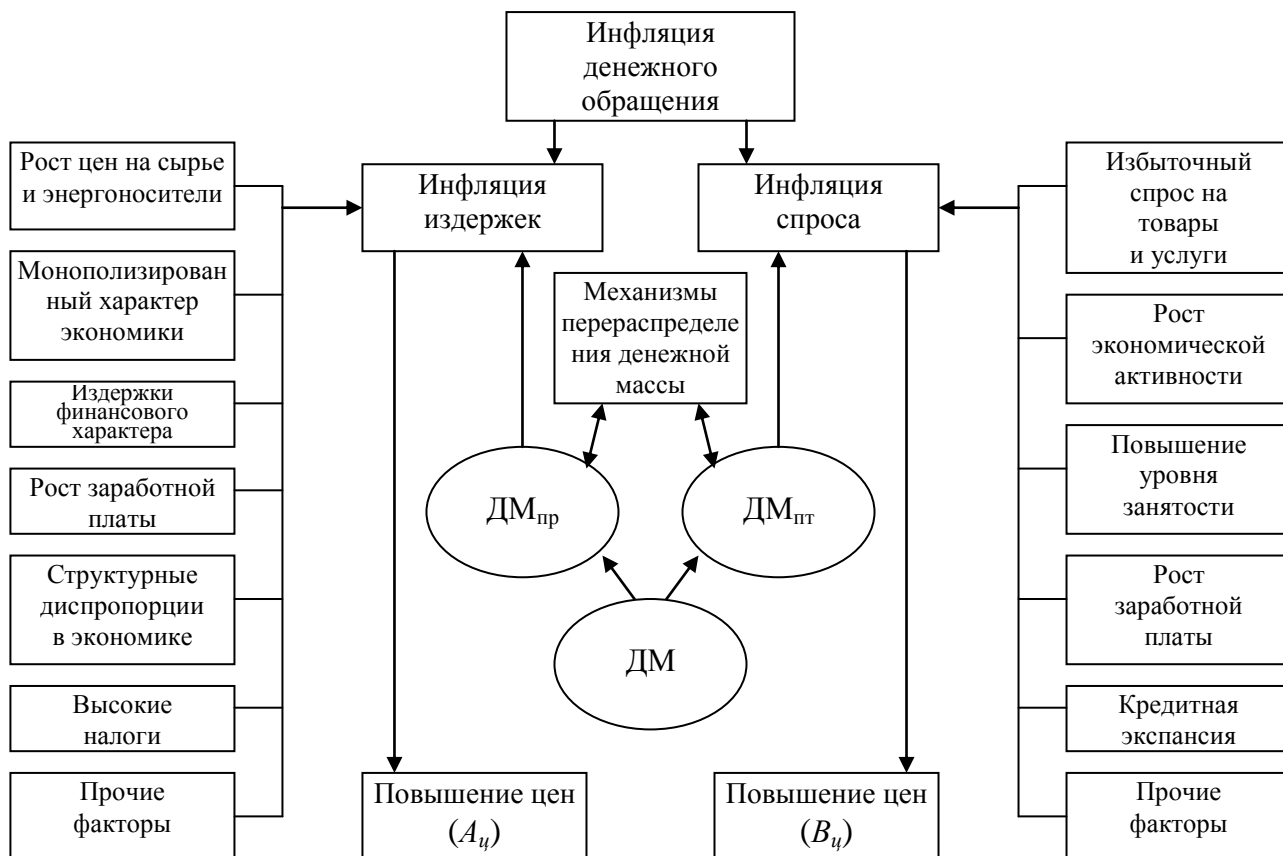


Рисунок 12 – Схема модели инфляционного баланса [268, с. 63]:

A_c – прирост цен за определенный период за счет инфляции издержек;

B_c – прирост цен за определенный период за счет инфляции спроса;

DM – денежная масса, агрегат M_2 ;

$DM_{пр}$ – денежная масса перераспределенная в производственный сектор; $DM_{пт}$ – денежная масса, перераспределенная в потребительский сектор.

Инфляция спроса, в свою очередь, объясняется также рядом причин, среди которых в последние годы следует особо отметить рост потребительской активности на фоне повышения доступности кредитов. В отдельных сегментах экономики этот фактор проявляется с особой силой. Так, стремительное развитие ипотечного кредитования привело в середине 2000-х гг. к росту цен на рынке недвижимости.

В целом в контексте рассматриваемой и диссертации проблематики устойчивости рынка капиталов акцентируем внимание на том, что высокие темпы инфляции определяют высокий уровень ссудного процента в

экономической системе. Это выступает ключевой причиной, сдерживающей полноценную реализацию отечественным рынком ссудного капитала своей воспроизводственной функции. Кроме, как отмечалось ранее, высокий уровень инфляции и процентных ставок запускает и поддерживает самоподдерживающуюся спираль притока иностранного капитала.

Не менее значим фактором, осложняющим проведение эффективной антикризисной денежно-кредитной политики, является противоречивость системы рефинансирования и регулирования уровня ликвидности банковского сектора методами воздействия на спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

Существование данного противоречия обусловлено тем, что в целях стимулирования кредитования банками реального сектора экономики центральные банки (в том числе и Банк России) организуют систему рефинансирования кредитных организаций, которая предусматривает возможность получения банками кредитов у центрального банка под залог нерыночных активов. В отечественных условиях под нерыночными активами понимаются права требования по кредитным договорам и векселя [4]. В то же время, контроль целевого характера использования банками заемного капитала, полученного у Банка России, не предусмотрен. В результате банки в условиях стремительного обесценения национальной валюты имеют возможность направлять полученные от центрального банка денежные средства на валютные спекуляции, что дополнительно выступает фактором неустойчивости курса национальной валюты. Именно данный сценарий был характерен для отечественного банковского рынка в конце 2014 года. Как видно из таблицы 8, развитие системы рефинансирования коммерческих банков долгое время сталкивалось с существенными трудностями.

Таблица 8 – Объемы операций кредитования Банка России в 2004-2014 гг. [284]

Год	Объем предоставленных внутрисдневных кредитов	Объем предоставленных кредитов овернайт	Объем предоставленных ломбардных кредитов	Объем предоставленных кредитов, обеспеченных активами или поручительствами
Итого за 2004 г.	3 051 870,5	30 262,7	4 540,8	—
Итого за 2005 г.	6 014 025,0	30 792,0	1 359,0	—
Итого за 2006 г.	11 270 967,5	47 023,5	6 121,4	—
Итого за 2007 г.	13 499 628,1	133 275,9	24 154,5	32 764,5
Итого за 2008 г.	17 324 352,8	230 236,1	212 677,6	445 526,2
Итого за 2009 г.	22 832 687,5	311 423,6	308 848,5	2 419 364,7
Итого за 2010 г.	28 359 579,5	229 939,6	74 993,0	334 557,0
Итого за 2011 г.	38 189 240,89	208 961,12	112 742,68	431 310,64
Итого за 2012 г.	52 673 666,64	172 283,56	211 227,47	1 520 368,91
Итого за 2013 г.	57 773 132,34	146 482,55	224 889,78	1 904 104,42
Итого за 2014 г.	60 742 863,41	203 873,31	113 255,62	12 144 805,21

Так, в 2004-2006 гг. кредитование под залог нерыночных активов вообще не проводилось. Причины этого заключались как в отсутствии спроса со стороны банков ввиду сложности процедур и наличия альтернативных источников привлечения заемного капитала, так и в связи с низким качеством активов, способных выступить залоговым обеспечением. Дальнейшее развитие системы рефинансирования банков, в том числе упрощение процедур получения кредитов и увеличение сроков, способствовало росту спроса со стороны коммерческих банков, особенно на фоне дефицита ликвидности из-за мирового кризиса 2008 года. И именно совершенствование технологической возможности банков пользоваться кредитами Банка России стало причиной ажиотажного спроса на данный вид рефинансирования в конце 2014 года (см. рисунок 13; сост. автором по: [296]).

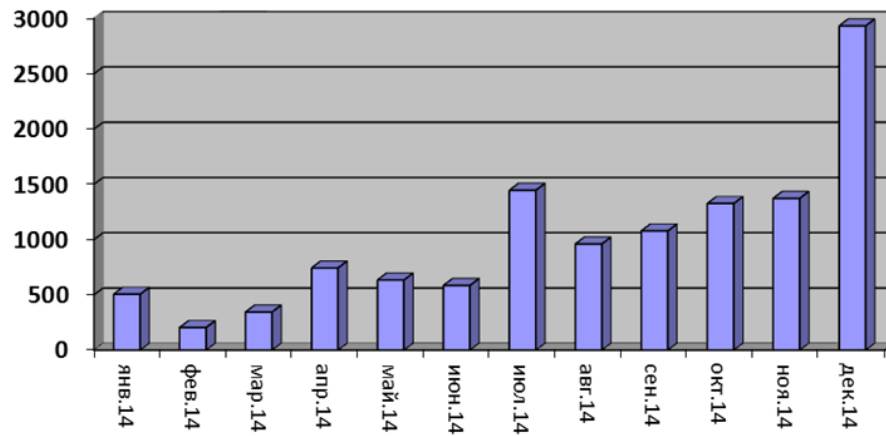


Рисунок 13 – Кредиты Банка России, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами, в 2014 году, млрд. руб.

Очевидно, что причины ажиотажа связаны с одновременным проведением спекулятивных операций на внутреннем валютном рынке. Обратим внимание на значимость анализируемого противоречия: данные кредиты Банка России изначально предназначены для повышения возможностей коммерческих банков по выдаче новых кредитов и тем самым стимулирования развития отраслей национальной экономики (кредитование фирм) и потребительского спроса (кредитование домашних хозяйств). Фактически же они направлялись на приобретение иностранной валюты. Причем одновременно с кредитами, обеспеченными нерыночными активами, коммерческие банки одновременно получают финансирование от Банка России в виде кредитов, обеспеченных ценными бумагами из ломбардного списка, а также через сделки прямого РЕПО. В этой связи, для приостановления активности валютных спекуляций, Банк России был вынужден повысить ключевую ставку до 17%, вслед за чем увеличился уровень ссудного процента в экономике в целом, вызвав сокращение кредитования и спад экономической активности.

Данная мера в научной литературе подвергается активной критике, несмотря на наличие аналогий в действиях центральных банков крупных развивающихся стран в начале 2014 г. (Индия, Турция, ЮАР, Индонезия) [215]. Не вдаваясь в суть дискуссии относительно целесообразности настолько существенного повышения уровня, обратим внимание на весьма значимый

аспект: противоречивость системы рефинансирования методам воздействия на курс национальной валюты на внутреннем рынке осложняется потенциальной ограниченностью валютных резервов национальных центральных банков, их несопоставимостью с объемами капитала, свободными к межстрановому перемещению в условиях глобализации.

В целом же наличие и острота представленных противоречий демпфирования колебаний на рынках капитала демонстрируют необходимость развития теории и практики денежно-кредитного регулирования вопросов устойчивости рынков капитала и его сегментов в условиях усиления глобализационных тенденций. Поэтому очевидно, что интерес к проведению денежно-кредитной политики в условиях нестабильности экономического развития возрос [56]. Регулярные и при этом постоянно изменяющиеся кризисные процессы стали причиной того, что механизмы монетарного регулирования постепенно трансформируются [6; 85], действия центральных банков по предоставлению ликвидности банковскому сектору становятся все более разнообразными [241]. Впрочем, нельзя не заметить, что в условиях усиления глобализационных процессов претерпевает существенные изменения и макроэкономическая политика в целом [262].

Таким образом, по итогам второй главы диссертационного исследования можно сделать вывод о существовании трех групп факторов, детерминирующих устойчивость национальных рынков капитала в условиях глобализации экономики. Первая группа факторов запускает, приводит в движение совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных причинно-следственных связей на рынке капитала, в результате чего динамика развития его сегментов принимает неустойчивый характер. Вторая группа факторов усиливает негативные тенденции неустойчивого развития, нивелируя действия внутренних компенсационных механизмов, направленных на противодействие кризисным сценариям функционирования сегментов рынка капитала. Наконец, третья группа факторов осложняет возможности институтов государственного регулирования осуществлять «внешнее» воздействие на сегменты рынка в целях возврата к их устойчивому состоянию.

ГЛАВА 3. ОТЕЧЕСТВЕННАЯ СПЕЦИФИКА УСТОЙЧИВОСТИ РЫНКА КАПИТАЛА

3.1. Влияние системы экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных фондов денежных средств, на устойчивость рынков капитала

Рассмотрение отечественной специфики обеспечения устойчивости рынка капитала и его сегментов в условиях глобализации не представляется возможным без обращения к проблематике его взаимосвязи с системой экономических отношений, опосредующих формирование, распределение и использование централизованных фондов денежных средств. По нашему мнению, необходимость такого ракурса рассмотрения объективно продиктована четко обозначившейся во второй половине XX века тенденцией повышения роли государства в социально-экономическом развитии общества, проявляющейся в том числе в социализации современных национальных экономических систем и усилении перераспределительных процессов. Как отмечает в этой связи М.А. Игнатская, «в сложившихся условиях претерпели заметные изменения структурные и функциональные характеристики совокупного общественного капитала. Им сопутствовали беспрецедентные сдвиги в распределительных и перераспределительных системах, роль которых в воспроизводстве намного возросла» [101, с. 7].

В этой связи заметим, что специфичность функционирования современных перераспределительных систем, выступающих на поверхности экономических отношений в форме централизованных финансов, производна от двух теоретических концепций XX века – кейнсианства и теории общественного выбора. Если первая акцентирует внимание на необходимости поддержания и стимулирования совокупного платёжеспособного спроса, прежде всего за счет государственных расходов, то вторая указывает на значимость оптимального распределения финансовых ресурсов в обществе между государственным и частным секторами. Популярность данных теорий

вкупе с объективностью тенденции формирования постиндустриально-информационной траектории социально-экономического развития стали причиной масштабных перераспределительных процессов и социализации экономических отношений. Наглядной иллюстрацией этого могут служить данные об увеличении доли расходов на социальные нужды в развитых странах (см. таблицу 9).

Таблица 9 – Доля государственных расходов в ВВП развитых стран в 1950-2015 гг. (2015 г. – прогноз), % [131]

Страна	Год	В целом	Социальные расходы			
			Всего	Образование	Здравоохранение	Пенсии, пособия
США	1950	24,9	7,0	3,2	0,5	3,2
	1980	33,5	18,2	6,6	1,5	10,1
	1990	35,0	19,0	6,9	1,6	10,5
	2000	35,7	20,8	7,2	1,9	10,7
	2015*	36,5	24,6	7,7	2,3	14,6
Германия	1950	28,4	18,4	2,7	3,5	12,2
	1980	42,4	25,6	4,8	6,8	14,0
	1990	42,9	26,5	5,1	7,1	14,1
	2000	42,9	27,1	5,4	7,2	14,5
	2015*	42,8	27,7	5,7	7,5	14,5
Франция	1950	31,4	19,6	4,7	2,4	12,5
	1980	45,3	32,6	8,3	4,4	19,9
	1990	47,2	33,5	8,7	4,8	20,0
	2000	47,5	34,3	8,7	5,1	20,5
	2015*	45,5	34,8	8,8	5,6	20,5
Великобритания	1950	32,1	17,9	5,1	5,1	7,7
	1980	40,6	22,5	6,9	6,9	8,8
	1990	42,9	25,6	6,9	6,9	11,9
	2000	43,1	26,8	7,0	7,3	12,5
	2015*	43,4	29,8	7,2	8,1	14,5
Италия	1950	22,5	14,5	3,5	3,0	8,0
	1980	38,1	24,7	6,3	5,1	13,3
	1990	47,9	31,8	7,4	6,5	18,0
	2000	49,0	34,3	7,2	6,5	20,6
	2015*	45,5	33,1	6,7	6,5	19,8
Япония	1950	13,2	6,8	3,2	0,5	3,2
	1980	25,0	16,2	5,4	0,6	10,3
	1990	26,9	18,4	5,6	0,7	12,0
	2000	27,2	18,8	5,6	0,8	12,4
	2015*	29,7	21,8	5,7	1,2	14,9
СССР/ Россия	1950	54,4	25,9	12,9	4,8	8,2
	1980	47,7	17,2	8,6	3,3	5,3
	1990	52,2	18,8	9,9	2,9	6,1
	2000	42,4	20,3	10,6	3,2	6,5
	2015*	43,3	22,4	11,8	4,0	6,7

Рост социальных расходов, в свою очередь, является одной из наиболее значимых причин хронической дефицитности бюджетов. Анализ данных показывает, что дефицитность бюджетной системы является характерной

чертой практически всех экономически развитых стран, при этом страны, проводящие активную социальную политику, имеют более дефицитные бюджеты (таблица 10, сост. автором по: [204]). Очевидно, что на данный показатель оказывает влияние и цикличность экономического развития – в период до кризиса 2008 года многие государства имели профицит бюджета (Дания, Ирландия, Испания, Финляндия, Швеция и др.).

Таблица 10 – Дефицит (-) / профицит государственного (консолидированного) бюджета (в процентах к ВВП)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Россия	8,1	8,4	6,0	4,9	-6,3	-3,4	1,5	0,4
Австрия	-1,8	-2,1	-0,7	-1,1	-4,2	-4,7	-2,7	-2,8
Беларусь	-0,7	1,4	0,4	1,4	-0,7	-2,6	2,1	0,5
Бельгия	0,1	-0,03	-0,4	-1,4	-5,6	-4,0	-3,9	-4,0
Германия	-3,6	-2,0	0,04	-0,2	-3,2	-4,5	-0,9	-0,1
Греция	-4,2	-1,9	-5,2	-7,9	-14,5	-10,9	-11,0	-10,4
Дания	4,5	5,1	4,8	3,4	-2,6	-2,4	-1,8	-3,3
Ирландия	4,3	5,9	3,6	-3,6	-11,9	-29,2	-12,5	-7,7
Испания	2,9	4,0	4,3	-2,0	-8,3	-7,5	-8,6	-10,6
Италия	-3,8	-2,8	-1,0	-2,3	-4,8	-4,3	-3,9	-3,0
Нидерланды	0,1	0,9	0,7	1,2	-4,5	-4,2	-3,8	-3,6
Норвегия	15,9	19,5	19,0	20,4	12,1	12,1	14,4	14,7
Польша	-3,0	-1,8	0,2	-1,2	-4,0	-4,0	-1,2	-1,3
Португалия	-5,0	-3,3	-2,5	-3,8	-9,2	-8,2	-4,0	-7,3
Великобритания	-3,6	-1,8	-1,9	-3,7	-9,8	-8,8	-6,8	-5,2
Финляндия	2,9	4,0	5,6	4,7	-2,1	-2,5	-0,7	-1,8
Франция	-2,0	-1,5	-1,8	-2,6	-6,6	-6,5	-4,8	-4,4
Швейцария	1,9	6,0	5,4	1,9	0,8	0,4	0,5	...
Швеция	2,8	3,2	4,3	3,0	-0,03	1,0	1,0	0,6
Израиль	-1,7	-1,0	0,1	-3,0	-6,5	-4,8	-3,9	-5,3
Индия	-2,8	-1,9	-0,8	-4,1	-5,6	-3,2	-2,8	-3,5
Китай	0,5	0,8	2,6	0,9	-0,7	-0,6	0,6	...
Республика Корея	1,73	1,73	13,8	8,2	4,8	6,3	6,5	4,8
Япония	-3,4	-0,5	-2,7	-3,1	-8,2	-7,9	-8,4	-8,3
ЮАР	1,1	3,2	2,7	1,5	-3,5	-2,1	-2,3	-2,6
Бразилия	...	-2,24	-1,14	-0,34	-0,6	0,4	0,3	0,4
Канада	4,1	2,7	2,5	0,9	-3,6	-3,5	-2,8	-2,5
США	-2,3	-1,0	-1,5	-5,3	-10,6	-11,1	-10,0	-8,8
Чили	5,9	9,0	10,4	6,4	-2,3	1,1	2,9	2,1
Австралия	2,1	2,8	2,8	2,6	-1,7	-2,9	-2,5	-2,4
Новая Зеландия	5,9	6,3	4,8	...	0,6	-0,7	-6,6	0,1

Основным инструментом покрытия дефицита бюджета в современной экономической науке и практике считается долговой метод, что на фоне роста социальных и прочих расходов стало причиной постоянно роста государственной задолженности в мировой экономике. На начало 2014 г.

государственный долг всех стран мира превысил 56 трлн. долл. США. Лидером по объему долга являются США – госдолг превышает 17,6 трлн. долл. При этом у многих стран государственный долг стабильно превышает размер ВВП (см. таблицу 11; сост. автором по: [278]).

Таблица 11 – Рейтинг стран мира по государственному долгу на начало 2014 г. (по объему, отношению к ВВП, на душу населения)

	Госдолг стран мира по объему		Госдолг стран мира по отношению к ВВП		Госдолг стран мира на душу населения	
	Страна	трлн. долл. США	Страна	% к ВВП	Страна	тыс. долл. США
1	США	17,61	Япония	242,3	Япония	99,7
2	Япония	9,87	Греция	174,0	Ирландия	60,4
3	Китай	3,89	Италия	133,1	США	58,6
4	Германия	2,60	Португалия	125,3	Сингапур	57,0
5	Италия	2,33	Ирландия	121,0	Бельгия	47,8
6	Франция	2,11	США	107,3	Италия	46,8
7	Великобритания	2,06	Сингапур	106,2	Канада	45,5
8	Бразилия	1,32	Бельгия	101,2	Франция	42,4
9	Испания	1,23	Испания	99,1	Великобритания	38,9
10	Канада	1,2	Великобритания	95,6	Швейцария	38,6

Обратим в этой связи внимание на тот факт, что увеличение доли социальных расходов, будучи в целом позитивной тенденцией социально-экономического развития общества, одновременно несёт с собой и негативный аспект, выражающийся в снижении трудовой мотивации населения. В данном случае речь идет об известном в экономической науке противоречии между социальной справедливостью и рыночной эффективностью. В разных странах данное противоречие реализуется по-разному и имеет разные формы проявления. Так, для американской экономики в большей степени характерна ориентация на индивидуальный успех на фоне исключительно адресной и ограниченной социальной помощи. Что касается европейских государств, то проблема трудовой мотивации вследствие активной социальной политики стоит достаточно остро [37]. При этом налицо противоречия между рабочей этикой, например, в Германии и Греции. В этой связи заметим, что проблематика европейского долгового кризиса является на сегодняшний день

одной из самых обсуждаемых [83; 194]. Автор полагает, что глубинные причины европейского долгового кризиса во многом обусловлены именно специфичностью разрешения противоречия между социальной справедливостью и экономической эффективностью.

В целом масштабность перераспределительных процессов и их институциональное оформление позволяют говорить о сращивании рынка капиталов с системой экономических отношений, опосредующих формирование, распределение и использование централизованных фондов денежных средств. По мнению автора, это оказывает значимое воздействие на устойчивость рынка капитала и его сегментов. В этой связи представляется целесообразным выделить конкретные каналы данной взаимосвязи в контексте проблематики устойчивости применительно к отечественной практике, в том числе в сравнении с опытом других государств.

Как было показано ранее, в основном сращивание рынка капиталов с централизованными финансами осуществляется по линии государственного долга. Непосредственно это проявляется в том, что, преследуя цель погашения бюджетного дефицита, государство становится активным участником рынка капиталов. Более того – можно говорить о формировании самостоятельного сегмента рынка – рынка государственных долговых обязательств. Значимость данного сегмента приводит к тому, что на определенном этапе развития данных экономических отношений возникает своеобразный парадокс – присутствие государства на рынке капиталов становится необходимостью и напрямую не зависит от сбалансированности бюджетной системы. Иначе говоря, даже в условиях бюджетного профицита и возможности погашения выпущенных ранее обязательств без эмиссии новых, государство не может позволить себе ликвидировать данный сегмент. Рассмотрим наиболее значимые причины существования данного парадокса применительно к отечественной практике.

Во-первых, рынок государственных займов может служить одним из инструментов антиинфляционной политики, поскольку эмиссия правительственных ценных бумаг сопровождается изъятием денежной массы из

обращения. Именно такая ситуация была характерна для российской экономики в 2000-2008 гг. Все эти годы федеральный бюджет РФ был профицитным. Вместе с тем, внутренний государственный долг, выраженный в ценных бумагах (за исключением гарантий) вырос практически в три раза – с 0,577 трлн. руб. на начало 2000 г., до 1,426 трлн. руб. на конец 2008 г. (см. таблицу 12). Основной причиной, обусловившей данную динамику, по нашему мнению, являлась необходимость абсорбирования избыточной рублевой денежной массы вследствие положительного сальдо торгового баланса на фоне роста мировых цен на энергоносители и активного притока иностранного капитала по долговому и долевым каналам. В данном примере наглядно прослеживается положительный эффект сращивания централизованных финансов с рынками капитала в аспекте обеспечения устойчивости последних, поскольку инфляция оказывает крайне негативное воздействие на все воспроизводственные процессы, в том числе предопределяет высокий уровень ссудного процента в национальной экономической системе.

Таблица 12 – Объем государственного внутреннего долга РФ в 2000-2014 гг. [286]

По состоянию на	Объем государственного внутреннего долга Российской Федерации, млрд. руб.	
	Всего	в т.ч. государственные гарантии РФ
01.01.2000	578,23	0,82
01.01.2001	557,42	1,02
01.01.2002	533,51	0,02
01.01.2003	679,91	8,62
01.01.2004	682,02	5,58
01.01.2005	778,47	12,93
01.01.2006	875,43	18,86
01.01.2007	1064,88	31,23
01.01.2008	1301,15	46,68
01.01.2009	1499,82	72,49
01.01.2010	2094,73	251,36
01.01.2011	2940,39	472,25
01.01.2012	4190,55	637,33
01.01.2013	4977,90	906,6
01.01.2014	5722,24	1289,85
01.01.2015	7241,17	1765,46

Во-вторых, в условиях экономической неопределенности у инвесторов всегда существует риск невозврата вложенного капитала и дохода на него. В этой ситуации государственные долговые обязательства традиционно выступают наименее рискованным объектом для инвестиций, служат своеобразным индикатором для установления уровня ссудного процента на прочих сегментах рынка капиталов. Безусловно, бывают и аномальные ситуации, обусловленные кризисным состоянием системы централизованных финансов, например, долговой кризис в России в 1998 году. Текущая ситуация в ряде европейских стран также выглядит напряженной (Греция, Ирландия). Однако в целом государственные займы более надежны, чем корпоративные. Данный аспект особенно важен для институциональных инвесторов, осуществляющих управление значительными объемами сбережений домашних хозяйств. Так, в условиях пенсионной реформы и Внешэкономбанк, и негосударственные пенсионные фонды, основную часть пенсионных накоплений граждан инвестировали в облигации федерального займа.

В-третьих, государственные долговые обязательства служат основным залоговым инструментом на рынке межбанковского кредитования, в связи с чем объем обращающихся правительственных облигаций предопределяет потенциальный уровень ликвидности банковского сектора и способность банков бесперебойно осуществлять платежи по поручению своих клиентов. Этот аспект выступает еще одной значимой иллюстрацией того, каким образом сращивание централизованных финансов с рынком капитала оказывает влияние на его устойчивость.

Помимо канала «государственного долга», централизованные финансы тесно взаимосвязаны с рынками капитала по линии функционирования государственных резервов. Для отечественной практики данный канал имеет особое значение. С 2004 в России был образован Стабилизационный фонд, который определялся как часть средств федерального бюджета, образуемая за счет превышения цены на нефть над базовой ценой на нефть, подлежащая обособленному учету, управлению и использованию в целях обеспечения

сбалансированности федерального бюджета при снижении цены на нефть ниже базовой. Необходимость формирования Стабилизационного фонда объяснялась зависимостью российской экономики от динамики цен на энергоресурсы на мировых рынках. Однако одновременно Стабилизационный фонд выступал фактором обеспечения устойчивости рынка капиталов вследствие использования его как инструмента антиинфляционной политики. На тот факт, что суверенные фонды выступают значимым элементом государственного регулирования экономики, указывают многие российские авторы, в частности, С.А. Андрюшин и С.А. Кимельман [10], В.Г. Варнавский [39], О.Г. Дмитриева [82], А.Л. Кудрин [130], А.Н. Сухарев [230]. Очевидно, что в институциональном плане Стабилизационный фонд (в настоящее время – Резервный фонд и Фонд национального благосостояния) является составной частью сектора формирования и распределения общественных благ.

В условиях значительного роста цен на товары российского экспорта, а также с учетом роста добычи сырья, начиная с 2000-х гг. торговый баланс России регулярно имел положительное сальдо. Устойчивое превышение экспорта над импортом стало причиной регулярного притока в Россию значительных объемов иностранной валюты, что, в свою очередь, потребовало от Банка России активного осуществления валютных интервенций и привело к стремительному росту денежной массы. Частично этот аспект был рассмотрен нами во второй главе при анализе противоречивости инструментов регулирования валютного курса монетарным методам воздействия на темпы инфляции и уровень процентных ставок ...

Обратим внимание, что темпы роста цен в 2004-2008 гг. существенно отличались от темпов роста денежной массы. Причиной такого положения дел как раз и является существование Стабилизационного фонда (разделенного в январе 2008 года на Резервный фонд и Фонд национального благосостояния), который по сути выступал своеобразным «абсорбентом» денежной массы (см. таблицу 13).

Таблица 13 – Объем средств Стабилизационного фонда РФ в 2004-2008 гг.
(на нач. года) [291]

Годы	Млрд. руб.	В процентах к ВВП
2004	106,0	0,8
2005	522,3	3,1
2006	1237,0	5,7
2007	2346,9	8,7
2008	3849,1	11,6

Схожие тенденции, хотя и не в такой мере в силу роста бюджетных расходов, имели место и на этапе посткризисного развития, вплоть до кризиса 2014 г. (таблицы 14, 15).

Таблица 14 – Динамика изменения объема средств Резервного фонда РФ в 2008-2014 гг. [294]

Дата	в млрд. долларов США	в млрд. рублей	в процентах к ВВП
01.01.2015	87,91	4 945,49	6,8%
01.01.2014	87,38	2 859,72	4,3%
01.01.2013	62,08	1 885,68	3,0%
01.01.2012	25,21	811,52	1,4%
01.01.2011	25,44	775,21	1,7%
01.01.2010	60,52	1 830,51	4,7%
01.01.2009	137,09	4 027,64	9,8%
01.02.2008	125,19	3 057,85	7,4%

Таблица 15 – Динамика изменения объема средств Фонда национального благосостояния РФ в 2008-2014 гг. [295]

Дата	в млрд. долларов США	в млрд. рублей	в процентах к ВВП
01.01.2015	78,00	4 388,09	6,0%
01.01.2014	88,63	2 900,64	4,4%
01.01.2013	88,59	2 690,63	4,3%
01.01.2012	86,79	2 794,43	5,0%
01.01.2011	88,44	2 695,52	5,8%
01.01.2010	91,56	2 769,02	7,1%
01.01.2009	87,97	2 584,49	6,3%
01.02.2008	32,00	783,31	1,9%

В 2011 году цены на нефть стабильно превышали уровень в 100 долл. за баррель, денежная масса (M2) по итогам года выросла с 20011,9 млрд. руб. до 24543,4 млрд. руб., а совокупный объем средств суверенных фондов (Резервного фонда и Фонда национального благосостояния) возрос с 3470, 73 млрд. руб. до 3605,95 млрд. руб.

Заметим при этом, что взаимосвязь суверенных финансовых резервов отечественной экономики с рынком капитала проявляется и в аспекте, связанном с размещением средств Фонда национального благосостояния в различные активы, в частности, на депозиты Внешэкономбанка (таблица 16).

Такие действия позволяют напрямую влиять на устойчивость ключевых сегментов рынка капитала в условиях усиления экономической турбулентности. Так, в соответствии с Федеральным законом «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации» от 13 октября 2008 г. № 173-ФЗ было определено, что финансовые ресурсы Фонда национального благосостояния в размере 450 млрд. руб. размещаются во Внешэкономбанке до 31.12.2019 г., который, в свою очередь, за счет этих денежных средств оказывает кредитную поддержку кредитным и иные организациям.

Агрегировано данный канал сращивания системы экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных финансов, с рынком капитала можно обозначить как канал обеспечения ликвидности и поддержки капитализации рыночных институтов. В контексте рассмотрения проблематики устойчивости он имеет особое значение, поскольку в институционально-синергетическом плане позволяет «разорвать» негативные спиралевидные связи, усугубляющие кризисные процессы, или, другими словами, обеспечить трансформацию положительных обратных связей на узловых сегментах рынка капиталов в отрицательные.

Таблица 16 – Сведения о размещении средств фонда на депозитах во Внешэкономбанке (на 1.05.2015 г.) [291]

Направление использования Внешэкономбанком размещенных на депозиты средств / цель размещения	Максимально допустимая совокупная сумма размещения	Фактически размещено	Предельный срок возврата депозитов	Процентная ставка, % годовых	Периодичность уплаты процентов
Предоставление субординированных кредитов (займов) российским кредитным организациям	410,00 млрд. рублей [2]	75,03 млрд. рублей			Ежеквартально
		в т.ч.			
		30,88 млрд. рублей	31 декабря 2019 г.	6,25	
		44,15 млрд. рублей	31 декабря 2020 г.	7,25	
Не регламентировано	175,00 млрд. рублей	50,00 млрд. рублей	8 июня 2016 г.	6,25	Каждые 6 месяцев
Кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства	30,00 млрд. рублей	30,00 млрд. рублей	31 декабря 2027 г.	6,25	Ежеквартально
Кредитование ОАО «Агентство по ипотечному жилищному кредитованию»	40,00 млрд. рублей	40,00 млрд. рублей	1 июня 2020 г.	6,25	Ежеквартально
Обеспечение достаточности собственных средств (капитала) Внешэкономбанка	5,966 млрд. долларов США (7% общего объема средств Фонда по состоянию на 6 сентября 2014 г.) [1]	2,462 млрд. долларов США	26 сентября 2029 г.	ЛИБОР+ 2,75	Ежегодно
		3,504 млрд. долларов США	26 сентября 2029 г.	ЛИБОР+ 3,00	Ежегодно
Не регламентировано	X	0,288 млрд. долларов США	26 сентября 2019 г.	ЛИБОР+ 3,80	Ежегодно
ИТОГО:	655,00 млрд. рублей	195,03 млрд. рублей	X	X	X
	X	6,254 млрд. долларов США	X	X	X

Существенное значение при этом имеет аспект позитивных вербальных интервенций со стороны органов регулирования. Информация о том, что государство оказывает активную финансовую помощь, способна повысить уровень доверия между экономическими агентами и тем самым повысить структурную, функциональную и динамическую устойчивость рынка капиталов. В институционально-операционном плане в состав данного канала

входят самые разнообразные инструменты бюджетной поддержки тех или иных сегментов, например, программы стимулирования ипотечного и автокредитования за счет компенсации части процентной ставки.

Следующий канал сращивания сектора формирования и распределения общественных благ проявляется в том, что действия органов государственной власти оказывают заметное воздействие на валютный рынок и ликвидность банковского рынка. В первом случае речь идет о том, что экономические отношения, связанные с обслуживанием государственного внешнего долга, а также с накоплением и расходованием суверенных фондов, размещенных в иностранных активах, неизбежно воздействуют на спрос и предложение на внутреннем валютном рынке. Во втором случае мы имеем ввиду тот факт, что неравномерное распределение крупных налоговых платежей в значительной мере влияет на показатели банковской ликвидности и национальной платежной системы.

Таким образом, тесная взаимосвязь между сектором формирования и распределения общественных благ и рынком капитала представляется достаточно очевидной. Современная система экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных фондов денежных средств в условиях глобализации, органично встроена в банковский, валютный и фондовый сегменты рынка капиталов. Причем в контексте проблематики их устойчивости можно утверждать, что автономное устойчивое функционирование рынков капиталов на нынешнем этапе социально-экономического развития не представляется возможным. Данный тезис, в свою очередь, актуализирует вопросы согласования финансовой политики исполнительных органов власти и денежно-кредитного регулирования центральным банком. Кроме того, устойчивость национального рынка капиталов в России во многом зависит от состояния платежного баланса, который, в свою очередь, выступает производным от динамики цен на энергоресурсы на мировых рынках и международного движения капитала.

3.2. Сравнительный анализ кризисов 2008 и 2014 годов в контексте проблематики устойчивости рынков капитала в условиях глобализации экономики

Рассмотренные ранее теоретические аспекты проблематики устойчивости рынка капиталов в условиях глобализации представляется целесообразным дополнить сравнительным анализом кризисных процессов в российской экономике в 2008 и 2014 годах. Такой ракурс рассмотрения позволит выделить общие черты и отличия данных кризисов, а также акцентировать внимание на наиболее значимых для отечественной национальной экономики факторах, как запускающих периоды неустойчивости, так и усиливающих негативную динамику экономических процессов.

Первым этапом такого анализа является рассмотрение самих особенностей кризисных процессов. В 2008 г. ухудшение динамики развития российской экономики было напрямую связано с мировым финансово-экономическим кризисом, спровоцированным проблемами на ипотечном рынке в США. По масштабам и последствиям мировой кризис 2008 г. вполне оправданно сравнивают с Великой депрессией 1929-1933 гг., поскольку он быстро распространился на реальный сектор и обрел планетарные масштабы, в его зоне оказались страны и регионы, отличающиеся по уровню развития производительных сил, социальной и политической ориентации. В целом кризис охватил более 80 процентов мировой экономики [261]. Глубина кризиса и масштабность деструктивных процессов вызвали рост интереса к данной проблематике в отечественной экономической науке. Наиболее характерные точки зрения приведены в таблице 17 (сост. автором).

Таблица 17 – Мнения российских ученых относительно причин мирового экономического кризиса 2008 г.

Точка зрения на причину кризиса	Авторы	Иллюстрация позиции
Неадекватность сложившейся модели развития финансовой глобализации, основанной на доминировании ведущих экономических держав;	М. Делягин; Л. Григорьев, М. Салихов [69]; А. Макушкин	М. Делягин: «Финансовый кризис – лишь выражение грандиозного, комплексного перелома всего мироустройства, сопоставимого по своим масштабам с Реформацией (в ходе которой сформировалась современная система организации общества, основанная на государстве)» [77]. А. Макушкин: «Вместо консолидации ресурсного, производящего и управляющего (транзакционного) секторов мировой экономики вокруг транзакционной экономики США мир получил дестабилизацию рынка капиталов и резко возросшие риски, связанные с запуском крупных международных проектов» [148, с. 45].
Глобальный характер кризиса	Г. Попов; В. Глущенко [62]	Г.Х. Попов: «речь идёт о глобальном комплексном кризисе, который охватил самые разные сферы – и финансовую, и военную, и экологическую, и др.» [190, с. 112]. В.В. Глущенко: «Кризис имеет глобальный характер и может толковаться как кризис системы рыночных и производственных социально-экономических отношений и заключается этот кризис в несоответствии спекулятивного (а не производительного) характера современных глобальных фиктивного (ценные бумаги) и банковского капиталов» [60, с. 43]
Дисбалансы во внешней торговле, экспансия Китая	Г. Рапопорт А. Герц	Г. Рапопорт, А. Герц: «Мировой кризис 2008-2009 гг. представляет собой два кризиса, первоначально слабо связанных. Первый возник в США из-за экономической экспансии Китая, которая привела к дисбалансу во внешней торговле и разрушению рыночных механизмов в США. Второй кризис возник в Западной Европе из-за социальной политики правительств этого региона, стремящихся поднять уровень социальной защиты своего населения без увеличения выпуска реальной продукции» [200]
Пирамидальный характер современной мировой финансовой системы	Е. Скобликов; М. Хазин; В. Иноземцев [103]; М. Дмитриев [81]	Е.А. Скобликов: «В процессе оборота модифицированных финансовых инструментов, которые, тем не менее, есть деньги, и возникает «финансовый мыльный пузырь», который, лопаясь, вызывает кризисные явления» [220, с. 63]. М. Хазин: «главной причиной экономических кризисов является неминуемое отставание роста спроса от роста капитала, усугубляемое, начиная с 70-х годов прошлого столетия, развитием и углублением международного разделения труда» [256]
Несовершенство сложившейся в мировой экономике системы институтов	А. Шаститко	А. Шаститко: «необходимо перевести маятниковое движение в другую плоскость на основе сравнительного анализа структурных альтернатив – одного из фундаментальных принципов новой институциональной экономической теории. Он сопряжен с двумя взаимосвязанными категориями – провалами рынка и провалами государства, которые, строго говоря, отражают один простой факт: <i>идеальных совершенных институтов не было, нет и быть не может</i> » [265, с. 136]

Резкое снижение мировых цен на нефть, отток капитала с внутреннего финансового рынка, сокращение объемов кредитов, предоставляемых из-за

рубежа российским банкам, привели к изменению условий функционирования российской экономики. Усугубил положение крах крупнейшего инвестиционного банка США Lehman Brothers, следствием чего стало разрушение доверия между банками и сокращение операций на мировом денежном рынке. Ухудшение условий торговли и отток капитала оказывали сильное девальвационное давление на рубль [278]. Как следствие ВВП России в 2009 г. сократился на 7,8% (таблица 18; сост. автором по: [297]). Обзор имеющихся по данной проблематике публикаций показывает, что в целом кризис российской экономики был обусловлен её слабой диверсификацией и зависимостью от иностранного капитала [8; 40; 68; 80; 87; 91].

Таблица 18 – Темпы роста ВВП России в 2004-2014 гг.

год	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
значение	7,2	6,4	8,2	8,5	5,2	- 7,8	4,3	4,3	3,4	1,3	0,5

В этих условиях Правительство РФ и Банк России предприняли совокупность антикризисных мер, что вкупе с восстановлением мировой экономики и ростом цен на рынке энергоносителей способствовало выходу российской экономики из кризиса. В 2010-2013 гг. отечественная экономика демонстрировала рост, хотя темпы его были относительно небольшими (см. таблицу 18).

В конце 2014 г. российская экономика вступила в новый этап своего развития, внешнее выражение которого состояло в снижении темпов экономического роста, повышении инфляции, заметном спаде инвестиционной активности, резком сокращении импорта, изменении потребительских настроений, падении стоимости национальной валюты [133]. При этом начавшиеся кризисные процессы по большинству социально-экономических показателей продолжают ухудшаться и в 2015 г. [170]

Итак, проанализируем ключевые кризисные факторы, обусловившие периоды неустойчивости российской экономики и рынка капитала в 2008 и 2014 гг.

Прежде всего, нельзя не заметить, что выявленное нами ранее существенное влияние системы экономических отношений, опосредующих функционирование централизованных фондов денежных средств, на устойчивость рынка капиталов высвечивает ключевой кризисный фактор, лежащий на поверхности и «объединяющий» кризисы 2008 и 2014 гг. – снижение цен на нефть на мировом рынке (см. рисунки 14, 15).

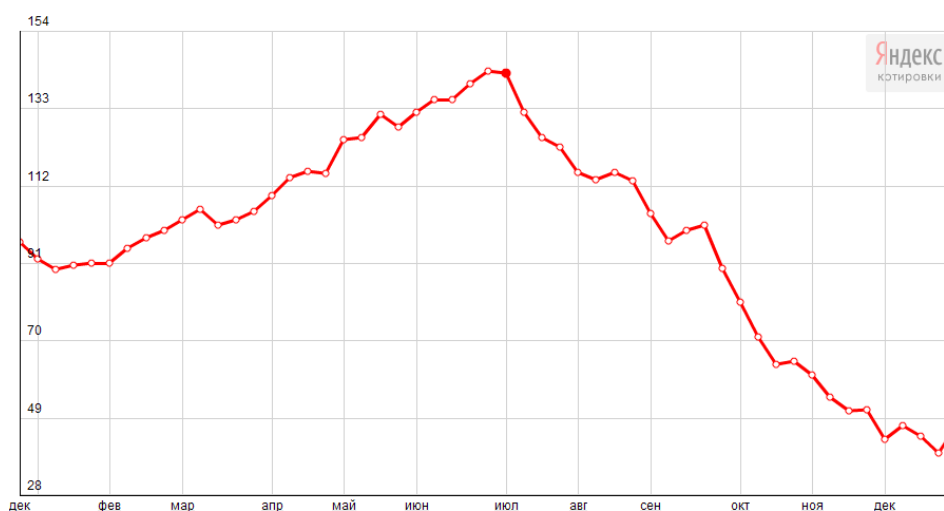


Рисунок 14 – Динамика изменения цен на нефть марки Brent в 2008 году (долл. США за баррель) [287]

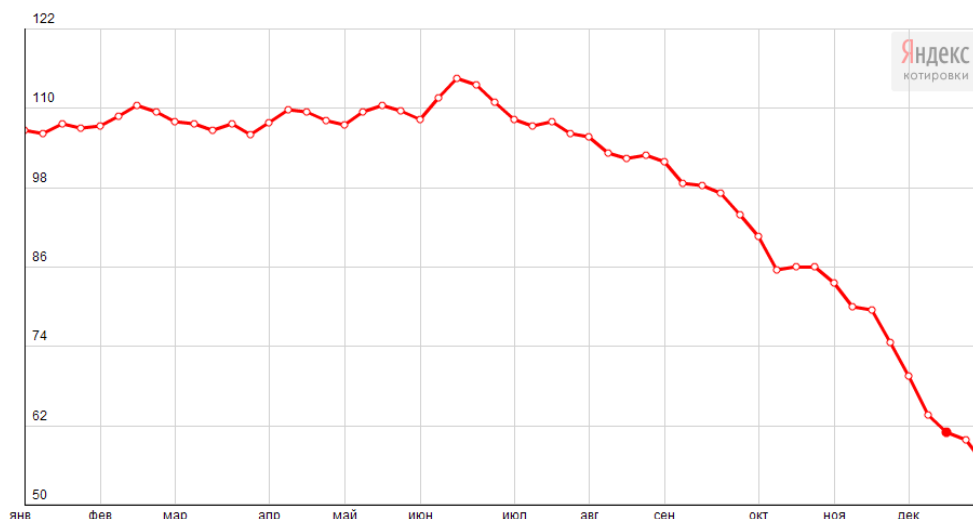


Рисунок 15 – Динамика изменения цен на нефть марки Brent в 2014 году (долл. США за баррель) [287]

Как видно из представленных диаграмм, в 2008 году цена на нефть марки Brent снизилась со 142 долл. за баррель в июле до 39 долл. за баррель в декабре – то есть более чем в три раза. В 2014 году цены падали не так стремительно, однако динамика снижения по-прежнему существенная – со 115 долл. за баррель в июле до 57 долл. за баррель в декабре. Причем в 2015 г. падение продолжилось – цены опускались ниже 50 долл. за баррель.

Влияние ценового фактора на отечественный рынок капитала и всю национальную экономику является комплексным, в то же время представляется целесообразным выделить два основных канала воздействия [42]. Первый канал связан с тем, что нефтегазовые доходы являются важнейшим источником финансирования бюджетной системы РФ. Для иллюстрации данного тезиса, прежде всего, представим данные о доходах расширенного правительства РФ (доходы консолидированного бюджета РФ и бюджетов государственных внебюджетных фондов) в 2007-2013 гг. (таблица 19), а также доходы бюджета расширенного правительства от налогообложения добычи нефти и экспорта нефти и нефтепродуктов за этот же период (таблица 20).

Таблица 19 – Доходы бюджета расширенного правительства Российской Федерации в 2007 – 2013 гг. (% к ВВП) [287]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Доходы всего	40,21	39,17	35,04	34,62	37,48	37,91	36,11
Налоговые доходы и платежи	36,49	36,04	30,88	31,12	34,54	34,99	33,31
в том числе							
Налог на прибыль организаций	6,53	6,09	3,26	3,83	4,08	3,81	3,11
Налог на доходы физических лиц	3,81	4,04	4,29	3,87	3,59	3,66	3,75
Налог на добавленную стоимость	6,80	5,17	5,28	5,40	5,84	5,74	5,31
Акцизы	0,95	0,85	0,89	1,02	1,17	1,35	1,52
Таможенные пошлины	7,06	8,51	6,52	6,74	8,13	8,06	7,29
Налог на добычу полезных ископаемых	3,60	4,14	2,72	3,04	3,67	3,98	3,86
Единый социальный налог/страховые взносы	5,96	5,52	5,93	5,35	6,34	6,64	6,65
Прочие налоги и сборы*	1,78	1,73	1,99	1,88	1,72	1,75	1,82

Таблица 20 – Доходы бюджета расширенного правительства от налогообложения добычи нефти и экспорта нефти и нефтепродуктов в 2007-2013 гг. (% к ВВП) [287]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Налоговые доходы и платежи	36,49	36,04	30,88	31,12	34,54	34,99	33,31
Доходы от налогов и пошлин, связанных с обложением нефти, газа и нефтепродуктов	9,27	11,17	8,19	8,64	10,81	11,22	10,58
<i>из них:</i>							
НДПИ на нефть	3,22	3,81	2,41	2,74	3,32	3,45	3,28
НДПИ на газ	0,29	0,24	0,21	0,20	0,26	0,43	0,49
Акцизы на нефтепродукты	0,40	0,34	0,38	0,37	0,51	0,59	0,63
Вывозные таможенные пошлины на нефть	3,46	4,32	3,10	3,61	4,19	4,03	3,50
Вывозные таможенные пошлины на газ	0,91	1,19	1,12	0,42	0,69	0,70	0,72
Вывозные таможенные пошлины на нефтепродукты	0,99	1,27	0,98	1,30	1,68	1,83	1,81
Таможенная пошлина (при вывозе из РБ за пределы ТС нефти сырой и отдельных категорий товаров, выработанных из нефти)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,16	0,19	0,16
Доходы от налогов и прочих платежей, не связанных с обложением нефти, газа и нефтепродуктов	27,21	24,87	22,69	22,48	23,73	23,76	22,73

Из представленных данных видно, что доходы от налогов и пошлин, связанных с обложением нефти, газа и нефтепродуктов, составляют почти одну треть от общей величины уровня налоговых изъятий в ВВП. Тем самым налогообложение нефтегазового сектора стабильно обеспечивает около трети совокупных доходов (таблица 21). Так, в 2013 году налоговые доходы от нефтегазового сектора составили 10,9% ВВП, от других видов деятельности – 22,4% ВВП. Немаловажно заметить, что, по данным Министерства финансов РФ, уровень налоговых изъятий в нефтегазовом секторе в три раза выше, чем аналогичные показатели в остальных видах деятельности: в 2013 году – 74,8% и 26,3% соответственно. Это говорит о положительной динамике поступления нефтегазовых доходов на фоне роста объемов добычи нефти.

Таблица 21 – Налоговая нагрузка на нефтегазовый сектор и влияние на доходы бюджетов расширенного правительства в 2007-2013 гг. (% к ВВП) [287]

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Налоговые доходы и платежи	36,49	36,04	30,88	31,12	34,54	34,99	33,31
<i>налоговые доходы по виду деятельности к ВВП всего*</i>							
Добыча сырой нефти и природного газа; предоставление услуг в этих областях	11,85	12,00	8,69	9,22	11,23	11,48	10,89
Остальные виды деятельности	24,64	24,04	22,19	21,90	23,31	23,51	22,42
<i>налоговые доходы к ВВП по виду деятельности**</i>							
Добыча сырой нефти и природного газа; предоставление услуг в этих областях	85,35	88,95	75,21	75,43	78,72	76,63	74,83
Остальные виды деятельности	28,61	27,78	25,09	24,95	27,18	27,65	26,25

* *Налоговая нагрузка на нефтегазовый сектор рассчитана как отношение всех налоговых, таможенных платежей и страховых взносов (ЕСН), уплаченных организациями, осуществляющими деятельность в области добычи сырой нефти и природного газа, и предоставление услуг в этих областях, к ВВП.*

** *Налоговая нагрузка на нефтегазовую отрасль к ВВП по виду экономической деятельности рассчитана как отношение налоговых, таможенных платежей и страховых взносов (ЕСН) к ВВП по виду экономической деятельности (сумма валовой добавленной стоимости и чистых налогов на продукты).*

Данные наглядно свидетельствуют о существенном влиянии ценовых изменений на мировом рынке энергоносителей на формирование доходной части российской бюджетной системы. В этой связи представляется весьма иллюстрационным мнение директора Департамент налоговой и таможенно-тарифной политики Министерства финансов РФ И.В. Трунина: «Налогообложение нефтяной отрасли в России устроено таким образом, что в условиях высоких цен бюджет забирает себе основную долю дополнительной выручки нефтяников. Но и при снижении нефтяных цен потери также несет в первую очередь бюджет. При снижении в 2015 году средней цены нефти со \$100 до \$50 за баррель выпадающие доходы бюджета только от нефтяных налогов, по нашим оценкам, могут составить около 2,1 трлн рублей, а при более серьезном падении цены, до \$40 в среднем за год, доходы бюджета могут снизиться уже на 3,1 трлн рублей, что составляет 14% и 21% запланированных доходов федерального бюджета соответственно» [240].

Второй канал негативного влияния падения цен на нефть связан с тем, что сокращение доходов компаний нефтегазового сектора приводит к мощнейшему

сокращению мультипликативного эффекта во всей экономической системе, обусловленного уменьшением расходов, в том числе инвестиционного характера.

Между тем стоит уточнить, что в рамках данного диссертационного исследования нас интересует влияние ценовых изменений на рынке нефти не столько на национальную экономику в целом, сколько на устойчивость рынка капиталов. В этой связи важно акцентировать внимание на выявленной ранее институциональной норме поведения участников рынка – наличие устойчивых причинно-следственных связей обуславливает устойчивые негативные ожидания, на фоне чего наблюдается синхронизация экономического поведения, приводящая к снижению котировок на фондовом рынке, девальвации национальной валюты, ухудшению ликвидности рынка межбанковского кредитования. То есть возникает напряженность в узловых блоках экономических отношений на рынке капитала, ответственных за его устойчивое функционирование и одновременно провоцирующих его выход из устойчивого состояния, запускающих негативные сценарии развития и положительные обратные связи, описанные нами во второй главе.

Затронем еще один вопрос, заслуживающий внимания в контексте рассмотрения вопросов устойчивости рынка капиталов в условиях глобализации – насколько динамика цен на энергоносители на мировых рынках обусловлена тенденцией глобализации экономических отношений? Для ответа на данный вопрос можно обратиться к существующим в современной литературе точкам зрения на причины резких ценовых колебаний.

Среди них особо выделяется спекулятивная теория, объясняющая изменение котировок тем, что нефтяные фьючерсы в условиях глобализации превратились в инструмент помещения капитала [185]. Для иллюстрации данного тезиса обратимся к данным 2008 года. В течение первого полугодия физически спрос на нефть на мировом вырос на незначительные 0,8% (в годовом выражении), между тем цена Brent возросла с 90 долл. в конце 2007 г. до 140 долл. в июле 2008 г. Объяснить такую несопоставимую ценовую

динамику можно тем, что после первых признаков ипотечного кризиса в США наблюдалось снижение котировок на рынках акций, вследствие чего свободные спекулятивные капиталы были направлены инвесторами в активы, не связанные с кризисом – в частности, в сырьевые фьючерсы.

Далее последовало сокращение спроса на нефть во втором полугодии 2008 года – на 0,6% в третьем квартале и 2,2% в четвертом квартале. Между тем уже в середине осени цена на нефть снизилась до 60 долл., а концу года опустилась ниже 40 долл. США за баррель. Причем такая динамика наблюдалась на фоне роста производства нефти в первых трех кварталах – на 1,8%, 1,9% и 1,2% соответственно, и снижения производства на 0,3% в четвертом квартале [158]. В этой связи достаточно точным и показательным (хоть и несколько эмоциональным) представляется мнение М. Леонтьева, высказанное в октябре 2008 года: «...ровно ничего существенного ни с нефтью, ни с пшеницей не происходит. Потрясенные укреплением доллара биржевые спекулянты побросали свои сырьевые фьючерсы. И устремились, естественно, на FOREX» [139]. В данном случае имеется в виду наметившийся в середине 2008 года устойчивый рост курса американской валюты, на фоне чего с институциональной точки зрения нормой поведения участников рынка стало участие в формировании восходящего тренда.

Справедливость спекулятивной теории, объясняющей оторванность ценовых изменений от фундаментальных факторов, подтверждается данными 2009-2013 гг. В 2009 г. потребление нефти в мировой экономике сократилось существеннее – на 1,2% по сравнению с 0,7% в 2008 г. Вместе с тем, цена нефти марки Brent за 2009 год выросла в два раза и достигла уровня 80 долл. США за баррель к концу года. В дальнейшем в 2010-2013 годах спрос на нефть в мировой экономике возрастал в среднем на 1% в год, при этом цена нефти поднималась до 120 долл. и в целом стабильно находилась на уровне выше 100 долл. США за баррель [158].

Одним из известных сторонников спекулятивной теории является Уильям Ф. Энгдаль. По его мнению, «цена на сырую нефть формируется независимо от

традиционного соотношения спроса и предложения. Она контролируется сложной системой финансового рынка и четырьмя основными англо-американскими нефтяными компаниями. Более 60% сегодняшней цены на сырую нефть – чистая спекуляция, продвигаемая трейдерскими банками и хедж-фондами» [267].

Впрочем, есть и иные мнения относительно поведения цен на нефть на мировом рынке. В частности, заслуживает внимания точка зрения о существовании нефтяных суперциклов – колебаний с большой амплитудой и периодом, составляющим несколько десятилетий [71]. В то же время концепция наличия суперциклов не противоречит выводу относительно значимости глобализации экономики в процессах усиления спекулятивных аспектов ценообразования на мировом рынке энергоресурсов.

Таким образом, тенденция глобализации экономических отношений выступает своеобразным технико-инфраструктурным условием существенных ценовых колебаний на мировых рынках энергоресурсов спекулятивного характера. На этапе избытка денежной ликвидности инвесторы переоценивают все виды активов, в том числе и сырьевые фьючерсы. Обратная тенденция наблюдается в условиях дефицита ликвидности. То есть динамика ценовых изменений на рынке энергоносителей напрямую связана с тенденцией глобализации.

Второй кризисный фактор, объединяющий кризисы 2008 и 2014 гг., связан с доступом российских банков и компаний к зарубежным рынкам капитала. Наличие данного фактора связано с существованием сильной зависимости отечественной экономики от иностранного финансирования. Данный фактор был подробно рассмотрен во второй главе и был отнесен нами к числу «запускающих» периоды неустойчивого развития национальных рынков капитала развивающихся стран.

И в 2008 г., и в 2014 г. неустойчивая динамика отечественного рынка капиталов была спровоцирована ограничением доступа российских компаний и банков к зарубежному финансированию. Хотя причины отличаются – в 2008

году сокращение притока кредитов из-за рубежа, в том числе в порядке рефинансирования уже имеющейся задолженности, было связано с ипотечным кризисом в США, вследствие которого потребность в капитале у иностранных банков и инвесторов резко возросла. О крайне негативном влиянии сокращения возможности иностранных заимствований наглядно свидетельствуют данные об источниках финансирования российских отраслей в сентябре 2008 года (рисунок 16).

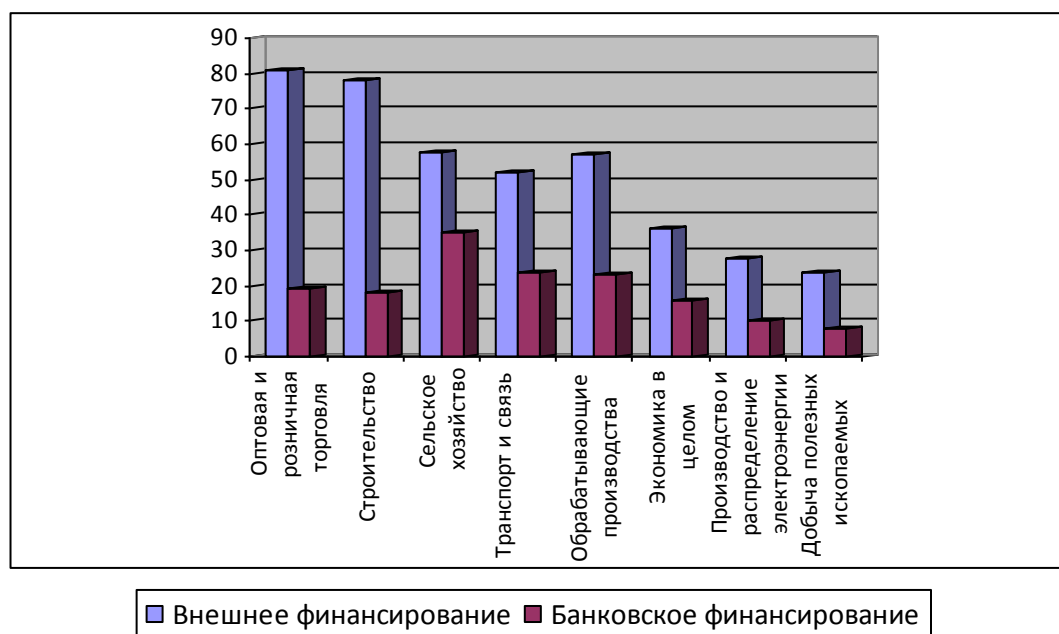


Рисунок 16 – Источники финансирования российских отраслей, сентябрь 2008 года (%) [23]

В 2014 году такой причиной стали санкции западных стран против России в связи с событиями вокруг Украины. Введенные в отношении ряда российских банков и компаний, санкции можно разделить на три группы. Первая группа санкций носит секторальный характер («список SSI» по классификации США) – попавшие в этот список компании и банки лишены возможности выходить на долговые рынки США и Европы, однако могут проводить свои платежи или платежи своих клиентов. То есть для данных участников рынка остаются доступными лишь внутренние источники финансирования. В связи с тем, что санкции этой группы распространяются прежде всего на государственные банки, около половины баланса банковского

сектора отечественной экономики оказалось под санкциями [179]. Вторая группа санкций связана с наложением более жестких ограничений, обусловленных невозможностью проведения ряда валютных платежей. В данный список попали незначительное число российских компаний в основном из оборонного сектора. Третья группа санкций связана с изменением условий ведения бизнеса с российскими эмитентами и отношением к российскому капиталу. В основном имеется ввиду изменение процедур контроля технического оформления сделок – в рамках санкционных ограничений иностранные банки обязаны проверять, не связаны ли платежи в пользу контрагентов с финансированием компаний или банков из санкционных списков.

В научной литературе проблематика влияния санкций на российскую экономику активно разрабатывается [90; 118; 126]. В этой связи заслуживает внимания точка зрения В.М. Мелиховского, называющего современный напряженный этап взаимодействия между странами «мировой (международной) экономической войной», и акцентирующего внимание на том, что «из-за возрастания роли финансовых ресурсов в экономике на первый план выходят финансовые инструменты экономической борьбы за выживание, в том числе доступность к кредитам, завоевание позиций на рынке конвертируемых валют, платежных систем, обеспечение такой доли на рынке товаров и услуг, которая позволяет стране, а не только фирме-монополисту, участвовать в регулировании цен и перераспределении доходов» [154, с. 27]. В целом же анализ имеющихся публикаций показывает преобладание мнения о том, что если раньше финансирование экономики в большой степени осуществлялось за счет зарубежных финансовых ресурсов и внешних рынков, то теперь главным источником финансовых ресурсов становится внутренний рынок.

Действительно, ограничение доступа к иностранному капиталу стало причиной резкого сокращения внешнего долга России (см. таблицу 22).

Таблица 22 – Внешний долг РФ в 2013-2014 гг., млн. долл. США [278]

	01.01.2013	01.07.2013	01.01.2014	01.07.2014	01.01.2015
Всего	636 421	707 764	728 864	732 437	599 497
Органы государственного управления	54 411	55 933	61 743	57 128	41 516
Федеральные органы управления	53 471	55 066	60 962	56 446	40 953
<i>Новый российский долг</i>	<i>51 342</i>	<i>53 023</i>	<i>58 949</i>	<i>54 557</i>	<i>39 183</i>
<i>Долг бывшего СССР</i>	<i>2 129</i>	<i>2 042</i>	<i>2 012</i>	<i>1 888</i>	<i>1 770</i>
Субъекты РФ	941	867	781	682	564
Центральный банк	15 639	18 968	15 963	15 882	10 407
Банки	201 567	211 923	214 394	208 837	171 105
Прочие секторы	364 803	420 939	436 764	450 590	376 469
долговые обязательства перед прямыми инвесторами и предприятиями прямого инвестирования	118 223	139 973	151 288	159 957	130 941
кредиты	230 512	261 324	268 402	269 256	229 933
долговые ценные бумаги	9 605	9 000	9 155	8 703	6 948
торговые кредиты	2 932	2 844	3 115	3 563	3 340
задолженность по финансовому лизингу	2 238	2 233	2 105	2 977	3 419
прочая задолженность	1 293	5 565	2 700	6 134	1 889

Как видно из представленных данных, стремительный рост внешнего долга наблюдался вплоть до середины 2014 года, с начала 2013 года прирост составил 15% – внешний долг вырос с 636 до 732 млрд. долл. США. При этом рост внешнего долга корпоративного сектора составил 23% – с 365 до 450 млрд. долл. США. Обратим внимание, что сокращение внешнего долга во второй половине 2014 года осуществлялось более высокими темпами. В целом внешний долг РФ сократился на 22%, снижение долга корпоративного сектора составило 19%. При этом долг банковского сектора начал сокращаться раньше – за 2014 год снижение составило 25%. Фактически речь идет о том, что российские корпорации и банки вследствие санкций не только лишились доступа к новым кредитам, но и не смогли рефинансировать и реструктурировать уже имеющуюся задолженность. Такая ситуация, в свою очередь, выступает дополнительным дестабилизирующим фактором российского рынка капиталов, так как приводит к росту спроса на иностранную валюту в условиях необходимости своевременного возвращения иностранных кредитов.

В контексте данного диссертационного исследования и использования методологии институционализма немаловажно заметить, что с позиции институциональной теории негативное влияние санкций обусловлено не только сокращением возможностей зарубежного фондирования, но и ростом трансакционных издержек отечественных компаний и банков, а также нарушением инерционности контрактных взаимодействий как с иностранными, так и с российскими контрагентами.

Третьим значимым фактором, спровоцировавшим кризисные процессы как в 2008-м, так и в 2014 годах, по нашему мнению, является стремительный отток капитала, также непосредственно связанный с глобализационными процессами. По итогам 2008 года чистый отток частного капитала из России составил 129,9 млрд. долл., по итогам 2014 г. – 151,5 млрд. долл. [55] При этом как в 2008, так и в 2014 гг., наибольший отток наблюдался осенью, в период «запуска» кризисного сценария функционирования рынков капиталов.

На поверхности отток капитала наиболее существенно проявляется в снижении котировок на рынке акций, что, в свою очередь, запускает каскад негативных последствий. Так, снижение стоимости российских ценных бумаг вызывает рост напряженности на рынке межбанковского кредитования, поскольку ценные бумаги являются наиболее популярным залоговым инструментом. Сокращение межбанковских кредитов провоцирует проблемы с ликвидностью у отдельных участников банковского рынка и одновременно приводит к росту процентных ставок. Кроме того, возникает обратный эффект: остро нуждающиеся в ликвидности банки вынуждены продавать имеющиеся в портфелях ценные бумаги, что приводит к дальнейшему снижению их котировок. При этом на фоне падения стоимости акций сокращается и возможность Банка России по кредитованию кредитных организаций в рамках кредитов, представляемых под залог рыночных активов. Механизм действия данной негативной спирали был подробно раскрыт нами во второй главе исследования.

Анализ показывает, что причины оттока во многом носят политический характер – в 2008 году из-за напряженности в отношениях с Грузией, в 2014 году – с Украиной. Безусловно, фактор «оттока капитала» тесно связан с предыдущим – «ограничением доступа к иностранному капиталу». Однако при более детальном рассмотрении отличия становятся более явными. В первом случае речь идет о том, что спекулятивный иностранный капитал, вложенный в российские активы, выводится за пределы страны, во втором – о невозможности привлечения российскими контрагентами иностранного капитала из-за рубежа.

Итак, можно в табличном виде представить основные факторы, обусловившие кризисную динамику развития отечественного рынка капитала в 2008 и 2014 гг. (таблица 23)

Таблица 23 – Основные факторы, обусловившие начало кризисных процессов в 2008 и 2014 гг.

Кризисный фактор	Кризис 2008	Кризис 2014
Снижение цен на нефть	Причины: - падение спроса на нефть вследствие мирового финансового кризиса, спровоцированного ипотечным кризисом в США	Причины: - спекулятивное давление на фоне напряженной политической обстановки - рост предложения вследствие сланцевой революции
Прекращение притока капитала	Причины: - экономический кризис	Причины: - введение санкций против РФ
Отток капитала	Причины: - напряженная политическая обстановка вследствие конфликта с Грузией	Причины: - напряженная политическая обстановка в связи с Украиной

Проанализированные факторы тесно взаимосвязаны и обладают кумулятивным эффектом, взаимоусиливая друг друга. В целом же исследованные кризисы высвечивают и дополнительно актуализируют известную проблему существенной зависимости российской экономики от ситуации на мировых рынках энергоносителей и возможности доступа к иностранному капиталу. Что, впрочем, не снижает остроты проблемы развития

самого отечественного нефтегазового сектора, необходимости повышения его эффективности и адаптируемости к происходящим глобальным экономическим и геополитическим процессам. Согласимся в этой связи с тезисом о том, что «основная проблема настоящего этапа развития нефтегазового сектора экономики России (прежде всего нефтедобывающей промышленности) состоит в необходимости повышения степени адаптации институциональной структуры к новым условиям» [169, с. 18].

Кроме того, анализ факторов, ставших причиной кризисных процессов в 2008 и 2014 гг., ставит на повестку дня проблематику адекватности государственного регулирования трансграничного движения капитала. Необходимость совершенствования регулирования рынков капитала обуславливается в том числе их имманентной неустойчивостью в условиях глобализации экономики, создающей предпосылки для резкой смены трендов и направлений движения потоков капитала. М.В. Петров и Д.Е. Плисецкий в этой связи указывают: «Очевидно, что сложившаяся интеграционная модель нуждается в корректировке в первую очередь за счет более активного участия государства в регулировании трансграничных финансовых потоков с целью направления их в приоритетные сектора экономики, предотвращения чрезмерного наращивания внешнего долга, улучшения структуры ввоза и вывоза капитала путем увеличения доли прямых инвестиций. Достижение этих целей требует разработки комплексной государственной политики в области экспорта и импорта капитала, основанной на применении рыночных инструментов стимулирования участников финансовых рынков. Эффективная реализация такой политики обеспечила бы надежную основу для роста и диверсификации национального производства, укрепления позиций России в глобальных финансах и геополитике» [186, с. 29].

Базовые аспекты воздействия на движение потоков капитала представляются очевидными. С одной стороны, приток иностранного капитала должен обеспечивать развитие отраслей, являющихся приоритетными для национальной экономической системы, и в особенности ответственными на

инновационный вектор воспроизводственных процессов. При этом потоки капитала должны быть устойчивыми и носить долгосрочный, неспекулятивный характер, способствовать созданию рабочих мест и импорту прогрессивных технологий и систем управления. С другой стороны, целесообразно воздействовать на факторы, детерминирующие экономические интересы национальных компаний и банков по привлечению зарубежного финансирования. Кризисы 2008 и 2014 гг. наглядно демонстрируют опасность, которая исходит от увлеченности российского бизнеса дешевыми иностранными кредитами.

При этом вполне оправданным представляется опора на позитивный опыт других стран с развивающейся экономикой. Так, регулирование экспорта капитала в последние годы весьма успешно осуществляется многими ведущими развивающимися странами. В частности, странами БРИКС, что позволяет им привлекать значительные объемы прямых иностранных инвестиций [218, с. 64]. Также согласимся с тем, что оптимизация структуры ввоза капитала, предполагает решение государством следующих основных задач: совершенствование отраслевой структуры импорта капитала за счет активизации его притока в наиболее значимые отрасли и сегменты экономики, в первую очередь инновационный сектор, малый бизнес, сельское хозяйство и инфраструктуру, испытывающие хронический дефицит инвестиций; наращивание доли долгосрочных капиталовложений, особенно в форме прямых иностранных инвестиций, в общем объеме ввозимых финансовых ресурсов; увеличение вложений национальных компаний за рубежом в высокотехнологичные предприятия, производственная и научно-техническая база которых могла бы быть использована для выпуска готовой продукции высокого передела на базе отечественного сырья, а также модернизации аналогичных производств в России; укрепление международных позиций крупнейших российских корпораций и банков путем оказания им финансового содействия в покупке высокорентабельных зарубежных активов [186, с. 38].

Действительно, в международной практике выработано множество

рыночных инструментов и механизмов, позволяющих государству эффективно регулировать структуру трансграничного движения капитала. К их числу относятся, прежде всего, разнообразные финансовые механизмы, предусматривающие участие государства в приоритетных международных проектах, осуществляемых внутри страны и за рубежом, в качестве гаранта, поручителя или соинвестора. Как правило, эти механизмы реализуются через специализированные финансовые институты, имеющие статус экспортно-импортных банков или корпораций (компаний) страхования экспортных кредитов. В настоящее время подобные институты действуют во всех развитых и многих развивающихся странах, включая Китай, Индию и Бразилию (приложение Б) [186].

Таким образом, в основе кризисных процессов 2008 и 2014 гг. лежит совокупность факторов, связанных с негативной ценовой динамикой на мировом рынке нефти, прекращением притока капитала и началом его оттока. С позиции методологического синтеза теории самоорганизации экономических систем и институциональной школы, данные факторы запускают периоды неустойчивости российского рынка капитала, вслед за чем в действие вступают факторы, усиливающие кризисные процессы, и факторы, осложняющие способность органов государственного регулирования экономики сглаживать негативные колебания. Тем самым в долгосрочной перспективе устойчивость национального рынка капитала России в условиях глобализации экономики обусловлена, с одной стороны, снижением её зависимости от экспорта природных ресурсов и импорта иностранного капитала, с другой стороны, наличием системы инструментов регулирования рынка, способных противодействовать объективно существующим спиралевидным связям в узловых блоках экономических отношений на рынке капитала, детерминирующим его устойчивое либо неустойчивое развитие.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По итогам проведенного в диссертационном исследовании анализа можно сделать следующие основные выводы.

Объяснение механизма обеспечения устойчивости экономических систем представляется достаточно продуктивным на основе методологического синтеза синергетики и институционализма. Синергетический подход позволяет описать сложный механизм перехода экономической системы из устойчивого в неустойчивое состояние как процесс самоорганизации данной системы вследствие её взаимодействия с внешней средой, в том числе через выявление взаимодействия между положительными и отрицательными обратными связями. Однако при этом возникает объективная трудность, связанная с адекватной интерпретацией выводов синергетики применительно к конкретной экономической системе. В этой связи опора на методологию институционализма, ориентированного на выявление устойчивых правил поведения экономических агентов, позволяет вскрыть внутренние механизмы процессов самоорганизации экономических систем, объяснить природу их устойчивого либо неустойчивого функционирования. Это связано с тем, что в основе устойчивого развития экономических систем лежит устойчивость институтов и институциональная инерционность.

Устойчивость рынка капиталов является сложной экономической категорией, которую целесообразно раскрывать через единство трёх аспектов: структурного, функционального и динамического.

Устойчивость структуры рынка проявляется в его способности сохранять свои базовые элементы и способы взаимодействия между ними в условиях внешних возмущений. В условиях глобализации экономики рынки капиталов характеризуются большими масштабами, сложной структурой и значительным количеством элементов. При этом трудность обеспечения структурной устойчивости обусловлена тем, что, аккумулируя общественные сбережения, участники рынка имманентно взаимозависимы. Как следствие инструменты

обеспечения структурной устойчивости должны учитывать эту специфику, что актуализирует проблематику доверия и адекватности вербальных интервенций со стороны национальных и наднациональных органов регулирования.

Функциональная устойчивость выражается в способности выполнения рынками финансового капитала своих функций. Прежде всего, это функция трансформации сбережений в инвестиции, нарушение которой наглядно проявляется в оттоке вкладов населения и сокращении инвестиционного кредитования. Не менее значима функция обслуживания участниками рынка капиталов транзакций в экономике – как технологически, так и финансово. Нарушение функциональной устойчивости в этом аспекте приводит к кризису платежной системы, что негативно отражается на развитии всей экономической системы.

Динамическая устойчивость предполагает сохранность параметров, относящихся к направлениям, характеру и интенсивности движения финансового капитала. На разных сегментах рынка динамическая устойчивость имеет свои особенности. На рынках ссудного капитала, опосредующих движение стоимости на возвратной основе, нарушение динамической устойчивости может проявляться в сокращении трансграничных потоков капитала, падении объемов кредитования фирм и домашних хозяйств, росте просроченной задолженности. На рынках акционерного капитала может наблюдаться количественное сокращение объемов транзакций и снижение рыночной капитализации компаний, не обусловленное ухудшением экономических показателей их функционирования. В этой связи в работе уточнен механизм нарушения динамической устойчивости рынков финансового капитала на микроуровне, выражающийся в деформации обратных связей, определяющих динамику процентных ставок и биржевых котировок ценных бумаг через диалектическое взаимодействие спроса на капитал и его предложения. Кроме того, сформулирован вывод о том, что с институционально-синергетической точки зрения под воздействием глобализации и информатизации наблюдается усиление синхронизации

поведения участников рынка капиталов, что также негативно отражается на динамической устойчивости.

Понимание исходных причин, объясняющих периодически возникающие состояния неустойчивости рынков капитала, становится возможным благодаря рассмотрению двухуровневого характера экономических отношений на рынках капитала. Если первый уровень детерминирован экономическими интересами, обусловленными местом субъектов рынка в системе общественного воспроизводства и необходимостью обслуживания производства и потребления, то экономические отношения второго уровня обусловлены иными интересами, связанными с извлечением прибыли за счет ценовых колебаний. Несмотря на то, что первый уровень создает фундамент для развития второго, эволюционно экономические отношения, функционирующие на втором уровне, начинают доминировать над отношениями первого уровня, что не может не оказывать влияние на устойчивость функционирования сегментов рынка капитала.

Глобализация экономики, будучи сложным процессом изменения структуры мирового хозяйства, проявляющемся в тесном переплетении национальных экономик на основе транснационализации и регионализации, усиливает обозначенную тенденцию. Это происходит вследствие избытка глобального капитала, его виртуализации и ускорения перемещения через национальные границы, информатизации рыночной инфраструктуры. Среди внешних проявлений данной тенденции наиболее отчетливо выделяется гипертрофированность масштабов рынка деривативов, а также срочный характер механизмов ценообразования на мировых рынках сырья, валюты и ценных бумаг.

С теоретической точки зрения для объяснения причин и внутренних механизмов устойчивости рынков капитала особое значение имеет рассмотрение факторов, влияющих на содержание данных процессов – «запускающих», «усиливающих» и «осложняющих».

«Запускающие» факторы приводят в движение совокупность взаимосвязанных и взаимообусловленных причинно-следственных связей на рынке капитала и формируют вектор неустойчивого развития. С позиции синергетической методологии речь идёт о внешних флуктуациях, оказывающих воздействие на функционирование той или иной открытой системы. Применительно к рынкам капитала стран с развивающейся экономикой такими флуктуациями выступают изменения, связанные с направлениями и каналами движения иностранного капитала, его объемами и интенсивностью.

Потенциальная опасность притока иностранного капитала, обусловленного совокупностью фундаментальных причин (совпадением экономических интересов поставщиков и потребителей капитала), заключается в том, что его движение приобретает характер самовоспроизводящейся спирали. В институциональном плане стабильность притока капиталов обусловлена фактором инерционности. Ситуация осложняется тем, что в условиях информатизации рыночной инфраструктуры возрастает скорость движения капиталов. С одной стороны, это ускоряет динамику притока капитала, однако одновременно возрастают риски, связанные с возможностью практически мгновенного вывода финансового капитала с национальных рынков.

В результате в условиях глобализации рынки капиталов развивающихся стран в межкризисные периоды функционируют в условиях постоянного притока капитала извне – как в виде ссудного капитала, так и в форме вложений инвестиционного и спекулятивного характера. Регулярность и величина данных притоков воздействуют на развитие институциональной среды и структуры национальных рынков, формируют специфику дальнейших каналов внутреннего перераспределения импортированного капитала, а также в значительной степени влияют на всю систему экономических отношений. Поэтому существенное сокращение объемов и снижение интенсивности движения иностранного капитала выступает фактором, запускающим периоды неустойчивости.

Природа «усиливающих» факторов связана с проблематикой неопределенности будущего и необходимостью управления рисками. Призванное минимизировать потери для конкретного экономического агента, в целом институциональное закрепление механизмов управления рисками способно усиливать неустойчивость рынка в целом. При этом на данную проблему можно посмотреть и под другим углом: экономические отношения на разных сегментах рынка финансового капитала взаимосвязаны, однако, не все взаимосвязи способны усиливать неустойчивость. Отдельные взаимосвязи обладают особо деструктивным характером. Причем причина этого вытекает из необходимости управления рисками участниками рынка.

В этой связи в работе выделены и рассмотрены ключевые спиралевидные взаимосвязи рынка финансового капитала, выступающие причинами его имманентной неустойчивости и одновременно составляющими механизм реализации кризисных сценариев развития («рынок межбанковских ссуд – рынок фиктивного капитала»; «отток вкладов домашних хозяйств – ликвидность банков – сокращение объемов кредитования – рост просроченной задолженности» и др.). Одновременно с этим выявлена особая роль ликвидности во влиянии на устойчивость рынка капитала, а также обосновано сущностное отличие ликвидности на рынках фиктивного капитала и на рынках ссудного капитала. Сделан вывод о том, что институциональное обеспечение правил игры, отражающее несоответствие временных параметров движения ссудного капитала и закрепляющее возможность домохозяйств как поставщиков капитала требовать досрочного возврата денежных средств, создаёт предпосылки для неустойчивости рынка капитала в целом.

Факторы, осложняющие возможности институтов государственного регулирования осуществлять «внешнее» воздействие на сегменты рынка капиталов в целях возврата к их устойчивому состоянию, связаны с противоречивостью инструментов денежно-кредитного регулирования. Во-первых, это противоречивость инструментов регулирования валютного курса монетарным методам воздействия на темпы инфляции и уровень процентных

ставок. Во-вторых, существенное значение имеет противоречивость системы рефинансирования и регулирования уровня ликвидности банковского сектора методом воздействия на спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке.

Масштабность современных перераспределительных процессов и их институциональное оформление позволяют говорить о сращивании рынка капиталов с системой экономических отношений, опосредующих формирование, распределение и использование централизованных фондов денежных средств. Это оказывает значимое воздействие на устойчивость рынка финансового капитала и его сегментов. В основном сращивание рынка капиталов с централизованными финансами осуществляется по линии государственного долга. Преследуя цель погашения бюджетного дефицита, государство становится активным участником рынка капиталов, при этом формируется самостоятельный сегмент – рынок государственных долговых обязательств. Значимость данного сегмента приводит к тому, что на определенном этапе развития возникает парадокс – присутствие государства на рынке капиталов становится объективной необходимостью и напрямую не зависит от сбалансированности бюджетной системы. Кроме того, сращивание рынков капитала с централизованными финансами наблюдается по линии функционирования государственных резервов. Канал обеспечения ликвидности и поддержки капитализации рыночных институтов в институционально-синергетическом плане позволяет «разорвать» негативные спиралевидные связи, усугубляющие кризисные процессы, а также обеспечить трансформацию положительных обратных связей на узловых сегментах рынка капиталов в отрицательные.

Теоретический анализ проблематики устойчивости рынка финансового капитала в отечественных условиях подкреплен сравнительным анализом кризисов 2008 и 2014 гг. В результате получил подтверждение тезис о том, что основными флуктуациями, запускающими кризисные процессы на национальных рынках, выступают изменения в движении потоков капитала. В

2008 и 2014 гг. неустойчивость российского рынка была вызвана снижением цен на мировых рынках энергоносителей, прекращением притока капитала, оттоком капитала. При этом в работе конкретизированы причины, обусловившие возникновение данных факторов, а также механизм их негативного влияния на российский рынок финансового капитала и его сегменты. В целом можно сделать вывод о том, что кризисные факторы тесно взаимосвязаны и обладают кумулятивным эффектом, взаимоусиливая друг друга.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

Нормативно-правовые документы

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации от 31.07.1998 г. №145-ФЗ (ред. от 30.09.2015) [Электронный ресурс] // СПС «КонсультантПлюс». – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19702 (дата обращения : 10.10.2015).
2. Федеральный закон от 13.10.2008 г. № 173-ФЗ «О дополнительных мерах по поддержке финансовой системы Российской Федерации» (ред. от 13.07.2015) [Электронный ресурс] // СПС «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=182698> (дата обращения : 10.10.2015).
3. Федеральный закон от 9.07.1999 г. № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» (ред. от 05.05.2014) [Электронный ресурс] // СПС «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=165199> (дата обращения : 10.10.2015).
4. Положение Банка России от 12.11.2007 г. «О порядке предоставления Банком России кредитным организациям кредитов, обеспеченных активами или поручительствами» [Электронный ресурс] // СПС «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=175521> (дата обращения : 10.10.2015).
5. Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 04.03.2010 г. № 10-13/пз-н «Об утверждении Положения о видах производных финансовых инструментов» [Электронный ресурс] // СПС «КонсультантПлюс». – Режим доступа: <http://base.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?req=doc;base=LAW;n=99569> (дата обращения : 10.10.2015).

Научная и учебная литература

6. Абрамов, А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / А.Е. Абрамов, М.И. Чернова, А.Д. Радыгин // Вопросы экономики. – 2014. – № 2. – С. 33- 49.

7. Аганбегян, А. Г. Об особенностях современного мирового финансового кризиса и его последствий для России / А.Г. Аганбегян // Деньги и кредит. – 2008. – № 12. – С. 3-9.
8. Акиндинова, Н. Российская экономика на фоне мирового кризиса: текущие тенденции и перспективы развития / Н. Акиндинова [и др.] // Вопросы экономики. – 2009. – № 9. – С. 59-68.
9. Алексеевский, В. С. Синергетика менеджмента: Управление устойчивым развитием диссипативных структур / В. С. Алексеевский. – М.: ЛИБРОКОМ, 2013. – 360 с.
10. Андрюшин, С. А. Стабилизационный фонд и экономический рост / С.А. Андрюшин, С.А. Кимельман // Вопросы экономики. – 2005. – № 11. – С. 70-83.
11. Аникин, А. В. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта / А.В. Аникин. – М.: Олимп-Бизнес, 2009. – 448 с.
12. Архипов, А. Ю. Глобализация. Интеграция. Россия : монография / А.Ю. Архипов, О.В. Черковец. – Ростов н/Д: Изд-во ЮФУ, 2007. – 128 с.
13. Бабаев, Б. Д. Политико-экономические размышления по поводу кредитного ресурса / Б.Д. Бабаев, А.Ю. Роднина // Вестник Ивановского государственного университета. Серия: Экономика. – 2013. – № 2. – С. 17-35.
14. Бабурина, О. Н. Концепции экономической глобализации / О.Н. Бабурина // Финансы и кредит. – 2009. – № 26. – С. 28- 36.
15. Банковская система в современной экономике : монография / О.И. Лаврушин [и др.] ; под ред. О.И. Лаврушина. – М.: КНОРУС, 2011. – 360 с.
16. Безденежных, В. М. Устойчивость и развитие сложных экономических систем : Дис. ... докт. экон. наук: 08.00.05 / Безденежных Вячеслав Михайлович. – М., 2006. – 366 с.
17. Бек, У. Что такое глобализация? Ошибки глобализма – ответы на глобализацию. / У. Бек. Пер. с нем. – М.: Прогресс-Традиция, 2001. – 304 с.
18. Бекетов, Н. В. Глобализация мировой экономики и мировой финансовый кризис / Н.В. Бекетов // Финансы и кредит. – 2009. – № 25. – С. 2-13.

19. Березина, М. П. Кредитные деньги: научное эссе с пользой для практики / М.П. Березина // Бизнес и банки. – 2003. – № 21-22. – С. 2-3.
20. Берзон, Н. И. Детерминанты доходности рублевых корпоративных облигаций при их размещении / Н.И. Берзон, Т.М. Милицкова // Финансы и кредит. – 2013. – № 16. – С. 24-32.
21. Беркович, М. И. Изменение условий кредитования в регионе в условиях кризиса ликвидности / М.И. Беркович, А.Е. Строганов // Проблемы экономики, финансов и управления производством : сб. научных трудов. – 2008. – № 25. – С. 64-66.
22. Берталанфи, Л. Общая теория систем – критический обзор / Л. Берталанфи // Исследования по общей теории систем. Сборник переводов / Под ред. В.Н. Садовского и Э.Г. Юдина. – М.: Прогресс, 1969. – С. 23-82.
23. Бзежинский, Д. Капитальный экзамен / Д. Бзежинский, Н. Логвинова, Н. Макеев // Профиль. – 2008. – № 40. – С. 18.
24. Блауг, М. Саймон, Герберт / М. Блауг // 100 великих экономистов после Кейнса. – СПб.: Экономикс, 2009. – С. 252-255.
25. Блауг, М. Шэкл, Джордж Л. С. / М. Блауг // 100 великих экономистов после Кейнса. – СПб.: Экономикс, 2009. – С. 366-369.
26. Бобылев, С. Н. Вызовы кризиса: как измерять устойчивость развития? / С.Н. Бобылев, Н.В. Зубаревич, С.В. Соловьева // Вопросы экономики. – 2015. – № 1. – С. 147-160.
27. Бобылев, С. Н. Устойчивое развитие: методология и методики измерения / С.Н. Бобылев, Н.В. Зубаревич, С.В. Соловьева, Ю.С. Власов. – М.: Экономика, 2011. – 358 с.
28. Богданов, А. А. Всеобщая организационная наука. Тектология. Кн. 1. / А.А. Богданов. – М.: Экономика, 1989. – 304 с.
29. Бондаренко, О. А. Теоретические вопросы накопления денежного капитала в рыночной экономике / О.А. Бондаренко. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 1998. – 104 с.
30. Браун, Л. Р. Мир на грани. Как предотвратить экологический и экономический коллапс / Л.Р. Браун. – М.: АСТ-Пресс Книга, 2013. – 208 с.

31. Бровкина, Н. Е. Закономерности и перспективы развития кредитного рынка в России : монография / Н.Е. Бровкина. – М.: КНОРУС, 2012. – 248 с.
32. Бузгалин, А. В. Глобальный капитал. В 2-х тт. Т. 1. Методология: По ту сторону позитивизма, постмодернизма и экономического империализма (Маркс re-loaded). Издание 3-е, испр. и сущ. доп. / А.В. Бузгалин, А.И. Колганов. – М.: ЛЕНАНД, 2015. – 640 с.
33. Бузгалин, А. В. Глобальный капитал. В 2-х тт. Т. 2. Теория. Глобальная гегемония капитала и ее пределы («Капитал» re-loaded). Издание 3-е, испр. и сущ. доп. / А.В. Бузгалин, А.И. Колганов. – М.: ЛЕНАНД, 2015. – 904 с.
34. Буздалин, А. Рейтинг FOREX-брокеров в России 2014 [Электронный ресурс] / А. Буздалин // Интерфакс-ЦЭА. – Режим доступа: http://www.finmarket.ru/httproot/files/rank_FOREX_2014.pdf (дата обращения : 05.04.2015).
35. Булатов, А. С. Россия в международном движении капитала: сравнительный анализ / А.С. Булатов // Вопросы экономики. – 2011. – № 8. – С. 66-76.
36. Буренин, А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов / А.Н. Буренин. – М.: НТО, 2011. – 394 с.
37. Варданын, И. С. Национально-страновые аспекты мотивации персонала / И.С. Варданын. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 68 с.
38. Варнавский, В. Г. Мировой кризис и рынок инфраструктурных проектов / В.Г. Варнавский // Мировая экономика и международные отношения. – 2010. – № 1. – С. 38-46.
39. Варнавский, В. Г. Стабилизационный фонд как инструмент экономической политики государства / В.Г. Варнавский // Мировая экономика и международные отношения. – 2017. – № 5. – С. 37-44.
40. Васильева, Е. Краткосрочные процентные ставки и состояние ликвидности денежного рынка в России на фоне мирового финансового кризиса / Е. Васильева, А. Пономаренко, А. Поршаков // Вопросы экономики. – 2009. – № 8. – С. 66-85.
41. Васильева, Е. Е. Кредитный риск: актуальные проблемы моделирования / Е.Е. Васильева // Финансы и кредит. – 2015. – № 7. – С. 45-53.

42. Вахрушев, Д. С. Сравнительный анализ кризисов 2008 и 2014 годов в контексте проблематики устойчивости отечественного рынка финансового капитала [Электронный ресурс] / Д.С. Вахрушев, Д.А. Терентьев // Наукоедение (электронный журнал). – 2015. – Том 7. – № 3. – Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/142EVN315.pdf> (дата обращения : 10.10.2015).
43. Вахрушев, Д. С. Интеллектуальный капитал как фактор развития национальной экономики: институционально-синергетический аспект / Д.С. Вахрушев // Актуальные проблемы развития экономики и управления : Межвузовский сборник научных статей / под ред. Ю.В. Коречкова. – Рыбинск: РФ ВВАГС, 2010. – С. 103-108.
44. Вахрушев, Д. С. Самоорганизация и динамическая устойчивость экономических систем: теоретико-методологические аспекты : автореф. дис. ... докт. экон. наук : 08.00.01, 08.00.05 / Вахрушев Дмитрий Станиславович. – Кострома, 2004. – 48 с.
45. Вахрушев, Д. С. Самоорганизация и динамическая устойчивость экономических систем: теоретико-методологические аспекты : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.01, 08.00.05 / Вахрушев Дмитрий Станиславович. – Кострома, 2004. – 325 с.
46. Вахрушев, Д. С. Теоретические аспекты процентной политики Банка России в контексте проблематики взаимодействия государства и субъектов рынка / Д.С. Вахрушев // Теоретическая экономика. – 2012. – № 1. – С. 32-37.
47. Веблен, Т. Теория праздного класса / Т. Веблен. – М.: Либроком, 2011. – 368 с.
48. Винер, Н. Кибернетика и общество / Н. Винер. – М.: Издательство иностранной литературы, 1958. – 203 с.
49. Возная, Л. Физика времени в прогнозировании финансовых катастроф / Л. Возная // Вопросы экономики. – 2008. – № 5. – С. 34-47.
50. Волгина, Н. А. Россия в мировых потоках прямых иностранных инвестиций / Н.А. Волгина // Вестник Российского университета дружбы народов. Серия: Экономика. – 2014. – № 4. – С. 47-61.

51. Волощенко, А.Е. Устойчивость функционирования объектов экономики / А.Е. Волощенко, Г.В. Гуськов, Н.А. Прокопенко. – М.: Маркетинг, 2001. – 39 с.
52. Воронцовский, А. В. Современные теории рынка капитала : Учебник / А.В. Воронцовский. – М.: Экономика, 2010. – 719 с.
53. Вулфел, Ч. Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов / Ч.Дж. Вулфел. – М.: Probus Publishing Company, 2003. – 1584 с.
54. Гатаулин, А. М. Система прикладных статистико-математических методов обработки экспериментальных данных в сельском хозяйстве / А.М. Гатаулин. – М.: МСХА, 1992. Ч. 1. – 160 с.
55. Герасимов, И. Чистый отток капитала из России в 2014 году составил \$151,5 млрд [Электронный ресурс] / И. Герасимов, Г. Набережнов // РБК. – Режим доступа: <http://www.rbc.ru/finances/16/01/2015/54b96c5e9a7947490508d8d2> (дата обращения : 12.05.2015).
56. Гиблова, Н. М. Влияние денежно-кредитной политики на экономический рост в условиях нестабильности / Н.М. Гиблова // Банковское дело. – 2015. – № 2. – С. 14-20.
57. Гизатуллин, Х. Н. Проблемы управления сложными социально-экономическими системами : монография / Х.Н. Гизатуллин, Д.А. Ризванов. – М.: Экономика, 2005. – 217 с.
58. Гильфердинг, Р. Финансовый капитал: Новейшая фаза в развитии капитализма. Пер. с нем. / Р. Гильфердинг. – М.: Либроком, 2011. – 480 с.
59. Глазьев, С. Ю. Мировая война печатных станков [Электронный ресурс] / С.Ю. Глазьев // Аргументы Недели. – 2012. – 27 дек. (№ 50). – Режим доступа: <http://worldcrisis.ru/crisis/1065025> (дата обращения : 23.10.2014).
60. Глазьев, С. Ю. Стратегия опережающего развития России в условиях глобального кризиса : монография / С.Ю. Глазьев. – М.: Экономика, 2010. – 255 с.
61. Глущенко, В. В. Введение в кризисологию. Финансовая кризисология. Антикризисное управление / В.В. Глущенко. – М.: ИП Глущенко В.В., 2008. – 88 с.
62. Глущенко, В. В. Диагностика глобального финансового кризиса: одна гипотеза / В.В. Глущенко // Финансы и кредит. – 2009. – № 23. – С. 3-9.

63. Голик, Е. Рынок банковских услуг и особенности его функционирования в России / Е. Голик, Н. Голик, А. Гончарук. – М.: LAP Lambert Academic Publishing, 2013. – 192 с.
64. Гордеев, В. А. Глобализация и кризис / В.А. Гордеев // Вестник Ивановского государственного университета. Серия: Экономика. – 2012. – № 3. – С. 60.
65. Гордеев, В. А. Национальная конкурентоспособность в условиях глобализации : монография / В.А. Гордеев, С.В. Шкиотов. – Ярославль: ЯГТУ, 2009. – 174 с.
66. Гордеев, С. С. Устойчивость как свойство экономических систем / С.С. Гордеев // Известия ИГЭА. – 2010. – № 3. – С. 117-121.
67. Гребенников, В. Г. Институционализм как методология экономической науки / В.Г. Гребенников // Введение в институциональную экономику / под ред. Д.С. Львова. – М.: Экономика, 2005. – С. 75-98.
68. Греф, Г. Российская банковская система в условиях глобального кризиса / Г. Греф, К. Юдаева // Вопросы экономики. – 2009. – № 7. – С. 4-14.
69. Григорьев, Л. Финансовый кризис-2008: вхождение в мировую рецессию / Л. Григорьев, М. Салихов // Вопросы экономики. – 2008. – № 12. – С. 27-39.
70. Губин, В. Б. О методологии лженауки / В.Б. Губин. – М.: ПАИМС, 2004. – 172 с.
71. Гурвич, Е. Нефтяной суперцикл и бюджетная политика / Е. Гурвич, И. Беляков, И. Прилепский // Вопросы экономики. – 2015. – № 9. – С. 5-30.
72. Гусаров, Ю. В. Управление: динамика неравновесности / Ю.В. Гусаров. – М.: Экономика, 2003. – 382 с.
73. Данилов-Данильян, В. И. Устойчивое развитие (теоретико-методологический анализ) / В.И. Данилов-Данильян // Экономика и математические методы. – 2003. – Т. 39. № 2. – С. 123-135.
74. Дворецкая, А. Е. Национальная модель рынков капитала как концепция типологии финансирования / А.Е. Дворецкая // Банковское дело. – 2007. – № 5. – С. 25-29.
75. Дегтярева, С. В. Методологические основания исследования институциональной структуры национальной экономики [Электронный

- ресурс] / С.В. Дегтярева. – Режим доступа: <http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/1495/1/Degtyareva.pdf> (дата обращения: 06.05.2013).
76. Делягин, М. Г. Мировой кризис: Общая теория глобализации / М.Г. Делягин. – М.: ИНФРА-М, 2003. – 333 с.
77. Делягин, М. Г. Политика модернизации в условиях глобального финансового кризиса [Электронный ресурс] / М.Г. Делягин Режим доступа: www.kapital-rus.ru/articles/article/1028 (дата обращения : 12.11.2014).
78. Дементьев, В. Е. Доверие – фактор функционирования и развития современной рыночной экономики / В.Е. Дементьев // Российский экономический журнал. – 2004. – № 8. – С. 46-65.
79. Дементьев, В. Е. Институциональная инерция и реформирование институтов [Электронный ресурс] / В.Е. Дементьев // ГУУ, Вестник университета. Серия Институциональная экономика. – 2005. – № 1. – Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/dementiev/Bulletin1-5-2005.pdf> (дата обращения : 02.02.2014).
80. Дзарасов, С. Российский кризис: истоки и уроки / С. Дзарасов // Вопросы экономики. – 2009. – № 5. – С. 69-85.
81. Дмитриев, М. Нынешний кризис как идеальный шторм [Электронный ресурс] / М. Дмитриев // Портал о банковском бизнесе «Bankir.ru». – Режим доступа: <http://bankir.ru/discuss/1493503> (дата обращения : 12.11.2014).
82. Дмитриева, О. Г. Формирование стабилизационных фондов: предпосылки и следствия / О.Г. Дмитриева // Вопросы экономики. – 2006. – № 8. – С. 17-30.
83. Долговой кризис в ЕС и перспективы евро : материалы круглого стола (Ин-т Европы РАН, 19 окт. 2011 г.) / под ред. А.И. Бажана, А.А. Масленникова. – М.: Ин-т Европы РАН : Рус. сувенир, 2012. – 92 с.
84. Дорошенко, М. Е. Анализ неравновесных процессов в макроэкономических моделях : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.01 / Дорошенко Марина Евгеньевна. – М., 2001. – 330 с.
85. Дробышевский, С. М. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса /

- С.М. Дробышевский, П.В. Трунин // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2014. – № 4. – С. 141-158.
86. Дятлов, С. А. Информационно-сетевая экономика: структура, динамика, регулирование / С.А. Дятлов. – СПб.: Астерион, 2008. – 414 с.
87. Евстигнеева Л. Стратегия выхода России из кризиса / Л. Евстигнеева, Р. Евстигнеев // Вопросы экономики. – 2009. – № 5. – 47-58.
88. Евстигнеева, Л. П. Экономика как синергетическая система / Л.П. Евстигнеева, Р.Н. Евстигнеев. – М.: ЛЕНАНД, 2010. – 272 с.
89. Ерохина, Е. А. Теория экономического развития: системно-синергетический подход [Электронный ресурс] / Е.А. Ерохина. – Режим доступа: <http://www.ek-lit.org/eroh/2-3.html> (дата обращения : 18.04.2015).
90. Ершов, М. Какая экономическая политика нужна России в условиях санкций? / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 37-53.
91. Ершов, М. Кризис 2008 года: «момент истины» для глобальной экономики и новые возможности для России / М. Ершов // Вопросы экономики. – 2008. – № 12. – С. 4-11.
92. Ершов, М. В. О валютной стабильности в условиях новой курсовой политики / М.В. Ершов // Деньги и кредит. – 2014. – № 12. – С. 17-19.
93. Жихарев, К. И. Мировой экономический кризис в условиях глобализации / К.И. Жихарев. – М.: LAP Lambert Academic Publishing, 2011. – 84 с.
94. Журавлева, Г. П. Системный кризис современного глобального хозяйства / Г.П. Журавлева // Вестник Международного института экономики и права. – 2011. – № 3. – С. 84-90.
95. Завадский, М. Южная Корея: Первый корпоративный [Электронный ресурс] / М. Завадский // Эксперт. – 2008. – № 1. – Режим доступа: http://expert.ru/expert/2009/01/pervuy_korporativnuy/ (дата обращения : 20.10.2014).
96. Завьялов, Ф. Н. Влияние потоков инвестиций на воспроизводственную структуру экономики / Ф.Н. Завьялов // Экономический вестник Ярославского университета. – 2014. – № 32. – С. 15-20.
97. Завьялов, Ф. Н. Риски в экономике: методы оценки и расчета : уч. пособие / Ф.Н. Завьялов. – Ярославль: ЯрГУ, 2007. – 150 с.

98. Загладин, Н. В. Глобализация в контексте альтернатив исторического развития / Н.В. Загладин // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2003. – № 8. – С. 3-10.
99. Зеткина, О. В. Об управлении устойчивостью предприятия [Электронный ресурс] / О.В. Зеткина. – Режим доступа: <http://www.conif.boom.ru/third/section3.htm> (дата обращения : 15.03.2013).
100. Иванова, Н. И. Глобальные инновационные процессы / Н.И. Иванова // *Год планеты: экономика, политика, безопасность*. – М.: Идея-Пресс, 2012. – С. 23-36.
101. Игнатская, М. А. Новая экономика: опыт структурно-функционального анализа / М.А. Игнатская. – М.: КомКнига, 2006. – 304 с.
102. Илларионов, А. Как был организован российский финансовый кризис / А. Илларионов // *Вопросы экономики*. – 1998. – № 12. – С. 12-31.
103. Иноземцев, В. Кто оставил мир в дураках? [Электронный ресурс] / А. Иноземцев. – Режим доступа: <http://www.finiz.ru/economic/article/1250964> (дата обращения : 12.11.2014).
104. Иноземцев, В. Л. Модернизация России в контексте глобализации / В.Л. Иноземцев // *Мировая экономика и международные отношения*. – 2010. – № 2. – С. 90-103.
105. Интриллигейтор, М. Глобализация мировой экономики: выгоды и издержки / М. Интриллигейтор // *Мир перемен*. – 2004. – № 1. – С. 129-139.
106. Иншаков, О. В. Место институционализма в экономической науке / О.В. Иншаков, Д.П. Фролов // *Экономист*. – 2005. – № 10. – С. 56-73.
107. Исламутдинов, В. Ф. Синтез институционального и эволюционного подходов к обоснованию инновационных процессов / В.Ф. Исламутдинов. – Ханты-Мансийск: ИИЦ ЮГУ, 2010. – 144 с.
108. Ишханов, А. В. Управление инфляционными процессами: внутренний и внешний аспекты / А.В. Ишханов, Е.Ф. Линкевич // *Финансы и кредит*. – 2009. – № 8. – С. 37-45.
109. Калабеков, И. Г. Российские реформы в цифрах и фактах / А.Г. Калабеков. – М.: РУСАКИ, 2010. – 498 с.
110. Калужский, М. Л. Общая теория систем / М.Л. Калужский. – Омск: ОГТУ, 2001. – 177 с.

111. Кастельс, М. Информационная эпоха: экономика, общество и культура / М. Кастельс. – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 608 с.
112. Кашин, Ю. И. Сбережения. Сберегательный процесс / Ю.И. Кашин. – М.: МБИ, 2003. – 608 с.
113. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Д.М. Кейнс. – М.: Гелиос АРВ, 2002. – 352 с.
114. Киндлбергер, Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
115. Клейнер, Г. Б. Системное управление в трансформирующейся экономике / Г.Б. Клейнер // Эффективное антикризисное управление. – 2014. – № 5. – С. 54-59.
116. Клейнер, Г. Б. Экономика России и кризис взаимных ожиданий / Г.Б. Клейнер // Общественные науки и современность. – 1999. – № 2. – С. 5-19.
117. Климонтович, Н. Ю. Без формул о синергетике / Н.Ю. Климонтович. – Мн.: Высшая школа, 1986. – 223 с.
118. Клинова, М. Экономические санкции и их влияние на хозяйственные связи России с Европейским союзом / М. Клинова, Е. Сидорова // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 67-79.
119. Козловски, П. Этика банков. Уроки финансового кризиса : учебное пособие / П. Козловски ; пер. с нем. О.У. Ависа. – М.: КНОРУС, 2014. – 272 с.
120. Колганов, А. И. Аргентинский кризис: уроки для России [Электронный ресурс] / А.И. Колганов. – Режим доступа: http://www.alternativy.ru/old/magazine/htm/02_1/argentin.htm (дата обращения : 22.10.2014).
121. Колодко, Г. Глобализация и экономический рост / Г. Колодко // Мир перемен. – 2004. – № 1. – С. 140-148.
122. Колодко, Г. В. Глобализация, трансформация, кризис – что дальше? / Г.В. Колодко. – М.: Магистр, 2011. – 176 с.
123. Корнаи, Я. Честность и доверие в переходной экономике / Я. Корнаи // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – С. 4-17.
124. Кочетов, Э. Г. Глобалистика. Теория, методология, практика / Э.Г. Кочетов. – М.: НОРМА, 2002. – 672 с.

125. Коэн, Д. Как положить конец самореализующимся кризисам [Электронный ресурс] / Д. Коэн // Финансы & развитие. – 2004. – Сентябрь. – С. 24-26. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2004/09/pdf/cohen.pdf> (дата обращения : 22.10.2014 г.).
126. Кравченко, Л. Экономические санкции против России: вызовы и угрозы / Л. Кравченко // Центр научной политической мысли и идеологии. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://rusrand.ru/events/ekonomicheskie-sanktsii-protiv-rossii-vyzovy-i-ugrozy> (дата обращения : 16.09.2015).
127. Красавина, Л. Н. Валютная глобализация: тенденции и перспективы развития / Л.Н. Красавина // Век глобализации. – 2012. – № 2. – С. 3-16.
128. Красавина, Л. Н. Тенденции развития международных валютных отношений в условиях глобализации мировой экономики / Л.Н. Красавина // Деньги и кредит. – 2011. – № 11. – С. 13-21.
129. Кроливецкая, В. Э. Природа современных денег в России / В.Э. Кроливецкая // Проблемы современной экономики. – 2006. – № 1/2. – С. 225-226.
130. Кудрин, А. Л. Стабилизационный фонд: зарубежный и российский опыт / А.Л. Кудрин // Вопросы экономики. – 2006. – № 2. – С. 28-45.
131. Кудров, В. Государство и экономика: меняющееся равновесие / В. Кудров [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://vasilievaa.narod.ru/1_3_02.htm. (дата обращения : 15.02.2015)
132. Кузнецова, Т. А. Противоречия глобализации мировой экономики. Современный антиглобализм и альтерглобализм / Б.М. Смитиенко, Т.А. Кузнецова. – М.: МГУП, 2005. – 132 с.
133. Куликов, М. В. Основные тенденции социально-экономического развития Российской Федерации на современном этапе / М.В. Куликов. // Деньги и кредит. – 2015. – № 3. – С. 3-7.
134. Куницын, А. Л. Основы теории устойчивости / А.Л. Куницын. – М.: Регулярная и хаотическая динамика, 2013. – 164 с.
135. Курочкин, А. В. Гуманитарные технологии: проблема выбора методологических оснований [Электронный ресурс] / А.В. Курочкин // Центр гуманитарных технологий: Информационно-аналитический портал.

- Режим доступа: <http://gtmarket.ru/laboratory/expertize/2006/725> (дата обращения : 28.04.2013).
136. Курс экономической теории: Общие основы экономической теории. Микроэкономика. Макроэкономика. Основы национальной экономики / Под ред. А.В. Сидоровича; МГУ им. М.В. Ломоносова. – М.: Дело и сервис, 2007. – 1040 с.
 137. Лаврушин, О. И. Кредит и экономический рост / О.И. Лаврушин // Банковское дело. – 2010. – № 1. – С. 24-27.
 138. Лексис, В. Кредит и банки / В. Лексис. – М.: Перспектива, 1993. – 120 с.
 139. Леонтьев, М. Большой финансовый коллапс / М. Леонтьев // Профиль. – 2008. – № 40. – С. 15.
 140. Лисичкина, Н. В. Синергетико-институциональный подход к оценке инвестиционной деятельности предприятия : Автореферат дис. ... канд. экон. наук: 08.00.05 / Лисичкина Наталия Владимировна. – М., 2009. – 20 с.
 141. Ломакин, В. К. Мировая экономика : Учебник / В.К. Ломакин. – М.: Юнити-Дана, 2007. – 672 с.
 142. Львов, Д. С. Институциональная теория как методология возрождения экономики России / Д.С. Львов // Введение в институциональную экономику / Под ред. Д.С. Львова. – М.: Экономика, 2005. – С. 16-74.
 143. Любутин, К. Н. Александр Богданов: от философии к тектологии / К.Н. Любутин, В.Д. Толмачев. – Екатеринбург: Банк культурной информации, 2005. – 244 с.
 144. Ляменков, А. К. Новая экономика и фондовый рынок информационного общества / А.К. Ляменков // Информационное общество и Россия / Под ред. В.П. Колесова, М.Н. Осьмовой. – М.: Экономический факультет. ТЕИС, 2002. – С. 126-133.
 145. Ляско, А. Доверие и транзакционные издержки / А. Ляско // Вопросы экономики. – 2003. – №1. – С. 42-58.
 146. Мадорский, Е. Л. Валютные кризисы на развивающихся рынках (Кратко- и среднесрочные риски банка) : Дис. ... канд. экон. наук : 08.00.14 / Мадорский Евгений Леонидович. – СПб., 1999. – 180 с.

147. Максимов, И. Б. Функции и «антифункции» иностранных инвестиций в условиях глобализации экономики / И.Б. Максимов // Известия ИГЭА. – 2010. – № 5. – С. 20-23.
148. Макушкин, А. Перестройка глобального хозяйства / А. Макушкин // Эксперт. – 2009. – № 2. – С. 45.
149. Маркс, К. Капитал. Критика политической экономии. Том 3 / К. Маркс. – М.: Эксмо, 2011. – 1200 с.
150. Маркс, К. Сочинения. Т. 23: Капитал. Критика политической экономии. Т. 1 / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М., 1960. – 908 с.
151. Мау, В. Политическая природа и уроки финансового кризиса / В. Мау // Вопросы экономики. – 1998. – № 11. – С. 4-19.
152. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения : учебник / Л.Н. Красавина [и др.] / Под ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 576 с.
153. Мелиховский, В. М. Актуальные вопросы развития теории факторов производства : Монография / В.М. Мелиховский. – Ярославль: ИПК «Индиго», 2013. – 91 с.
154. Мелиховский, В. М. Методология, теория и практика развития взаимосвязей факторов производства : Монография / В.М. Мелиховский, А.В. Сухопарова. – Ярославль: ООО «Оперативная полиграфия», 2015. – 168 с.
155. Мелиховский, В. М. Развитие метода теоретического моделирования экономических отношений / В.М. Мелиховский // Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова. Серия Гуманитарные науки. – 2013. – № 2. – С. 165-167.
156. Микроэкономика : учебник / под ред. А.С. Булатова. – М.: Юрайт, 2014. – 439с.
157. Милль, Д. Основания политической экономии / Д. Милль. – М.: Книга по Требованию, 2012. – 902 с.
158. Милов, В. Почему нефть дешевеет и при чем здесь ФРС США? [Электронный ресурс] / В. Милов // Slon Magazine – онлайн-журнал об экономике и политике. – Режим доступа: <http://slon.ru/economics/>

rochemu_desheveet_neft_i_pri_chem_zdes_frs_ssha-1169472.xhtml (дата обращения : 20.03.2015).

159. Милованов, В. П. Синергетика и самоорганизация: Социально-экономические системы / В.П. Милованов. – М.: ЛИБРОКОМ, 2010. – 224 с.
160. Мильнер, Б. З. Фактор доверия при проведении экономических реформ / Б.З. Мильнер // Вопросы экономики. – 1998. – № 4. – С. 27-38.
161. Мишкин, Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф.С. Мишкин. Пер. с англ. – М.: Вильямс, 2006. – 880 с.
162. Мкртчян, Г. М. Устойчивое развитие: вопросы управления и моделирования: метод. пособие / Г.М. Мкртчян, И.Ю. Блам. – Новосибирск, 2000. – 180 с.
163. Москвичев, А. А. Сетевые банковские структуры: зарубежный опыт, возможности для России / А.А. Москвичев, Л.Б. Парфенова // Экономика и предпринимательство. – 2012. – № 4. – С. 159-166.
164. Мунин, П. И. Теория устойчивого развития: Информационные основы / П.И. Мунин. – М.: ЛИБРОКОМ, 2009. – 312 с.
165. Мясников, А. А. Синергетические эффекты в современной экономике: Введение в проблематику / А.В. Мясников. – М.: ЛИБРОКОМ, 2013. – 160 с.
166. Навой, А. В. Структурный анализ международного движения капитала / А.В. Навой // Деньги и кредит. – 2007. – № 1. – С. 39-48.
167. Найт, Ф. Х. Риск, неопределенность и прибыль / Ф.Х. Найт. Пер. с англ. – М.: Дело, 2003. – 360 с.
168. Невельский, А. На развивающиеся рынки пришлось более половины прямых иностранных инвестиций в 2013 году [Электронный ресурс] / А. Невельский // Ведомости. 29 января 2014 г. – Режим доступа: <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2014/01/29/na-razvivayuschiesya-rynki-prishlos-bolee-poloviny-pryamuyh> (дата обращения : 01.03.2015).
169. Нефтегазовый сектор: институциональная система требует «перезагрузки» / В.А. Крюков [и др.] / Под ред. В.А. Крюкова. – М.: ИАЦ «Энергия», 2009. – 61 с.

170. Нецадин А. Кризисные явления в экономике России усиливаются. Каков выход? / А. Нецадин, В. Кашин // Общество и экономика. – 2015. – № 1-2. – С. 79-88.
171. Николаева, Е. Е. Взаимодействие политической экономики и институционализма как важное направление совершенствования экономической теории и хозяйственной практики / Е.Е. Николаева // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2014. – № 22. – С. 2-11.
172. Новая парадигма развития России в XXI веке. Комплексные исследования проблем устойчивого развития: идеи и результаты / В.А. Коптюга [и др.] / Под ред. В.А. Коптюга, В.М. Матросова, В.К. Левашова. – М.: Academia, 2000. – 416 с.
173. Новикова, А. М. Вызовы глобализации для экономики России / А.М. Новикова, В.И. Певтиев, Л.А. Титова // Ярославский педагогический вестник. – 2012. – № 3. – Т.1. – С. 69-73.
174. Новикова, И. В. Глобализация, государство и рынок: ретроспектива и перспектива взаимодействия / И.В. Новикова. – Мн.: Акад. упр. при Президенте Респ. Беларусь, 2009. – 218 с.
175. Нуреев, Р. М. Институционализм: вчера, сегодня, завтра: Предисловие к кн.: Олейник А.Н. Институциональная экономика / Р.М. Нуреев. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 416 с.
176. Нуреев, Р. М. Очерки по истории институционализма / Р.М. Нуреев. – Ростов н/Д: Содействие – XXI век; Гуманитарные перспективы, 2010. – 415 с.
177. Одинцова, М. И. Институциональная экономика: Учебное пособие / М.И. Одинцова. – М.: Изд. дом Гос. ун-та – ВШЭ, 2009. – 397 с.
178. Олейник, А. Н. Институциональная экономика: Учебное пособие / А.Н. Олейник. – М.: ИНФРА-М, 2005. – 416 с.
179. Орлова, Н. В. Финансовые санкции против России: влияние на экономику и экономическую политику / Н.В. Орлова // Вопросы экономики. – 2014. – № 12. – С. 54-66.
180. Осипов, А. А. Трансформация сбережений в инвестиции в экономике России / А.А. Осипов. – Тверь: ТФ СЗАГС, 2005. – 120 с.

181. Осипов, Ю.М. Кризис мира и мир кризиса / Ю.М. Осипов // *Философия хозяйства*. – 2014. – № 5. – С. 167-178.
182. Осокина, Н. Мексиканский экономический кризис 1994 года [Электронный ресурс] / Н. Осокина // *Обозреватель-Observer*. РАУ-Университет. – 1998. – № 10. – Режим доступа: http://observer.materik.ru/observer/N10_98/10_13.NTM (дата обращения : 23.04.2015).
183. Панарин, А. С. Глобальное политическое прогнозирование / А.С. Панарин. – М.: Алгоритм, 2000. – 348 с.
184. Парфенова, Л.Б. Глобальная взаимосвязь в период мирового финансового кризиса / Л.Б. Парфенова // *Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова*. – 2009. – № 1. – С. 94-100.
185. Петренко, Е. В. Деривативы как ценообразующий фактор товарно-сырьевых рынков / Е.В. Петренко // *Валют. регулирование. Валют. контроль*. – 2013. – № 6. – С. 32-40 .
186. Петров, М. В. Пути повышения эффективности участия России в международном движении капитала / М.В. Петров, Д.Е. Плисецкий // *Финансы и кредит*. – 2010. – № 2. – С. 29-44.
187. Пефтиев, В. И. Глобализация – феномен наивысшего класса сложности / В.И. Пефтиев // *Размышления над загадками экономики: избранное : сборник статей*. – Ярославль : Изд-во ЯГПУ, 2013. С. 6-20.
188. Попов, В. «Азиатский вирус», или «Голландская болезнь»? Теория и история валютных кризисов в России и других странах / В. Попов, М. Монтес. – М.: Дело, 2000. – 136 с.
189. Попов, В. Уроки валютного и биржевого кризиса в странах Юго-Восточной Азии / В. Попов // *Вопросы экономики*. – 1997. – № 11. – С. 94-106.
190. Попов, Г. Об экономическом кризисе 2008 года / Г. Попов // *Вопросы экономики*. – 2008. – № 12. – С. 112-119.
191. Попов, Е. Современный российский институционализм: к продолжению дискуссии / Е. Попов, А. Сергеев // *Вопросы экономики*. – 2010. – № 2. – С. 103-116.

192. Пороховский, А. А. Экономический кризис как рубеж современного мирового и национального развития / А.А. Пороховский // Экономическая теория. – 2009. – Т. 6. – № 1. – С. 5-14.
193. Порфирьев, Б. Н. Проблемы устойчивого развития экономики в мировом и региональном измерении / Б.Н. Порфирьев, Н.Е. Терентьев // Управление риском. – 2013. – № 1. – С. 68-69.
194. Последствия европейского долгового кризиса для экономики России / М.Ю. Головин [и др.] / Под ред. М.Ю. Головина. – М.: Институт экономики РАН, 2013. – 61 с.
195. Прелов, А. Л. Структурные валютно-финансовые кризисы: механизмы возникновения и «трансмиссии» на развивающихся рынках : Дис. ... канд. экон. наук: 08.00.14 / Прелов Алексей Львович. – СПб., 2005. – 136 с.
196. Пригожин, И. Р. Порядок из хаоса: новый диалог человека с природой / И.Р. Пригожин, И. Стенгерс. – М.: Прогресс, 1986. – 432 с.
197. Радковская, Н. П. Глобализация как новая тенденция развития банковского бизнеса / Н.П. Радковская // Финансы и кредит. – 2006. – № 3. – С. 12-15.
198. Разумов, И. В. Национальный механизм управления инвестиционным процессом: эффективность организации и тенденции развития / И.В. Разумов // Экономический вестник Ярославского университета. – 2014. – № 32. – С. 96-98.
199. Райзберг, Б. А., Современный экономический словарь. – 5-е изд., перераб. и доп./ Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М.: ИНФРА-М, 2006. – 495 с.
200. Рапопорт, Г. Глобальный экономический кризис 2008-2009: истоки и причины / Г. Рапопорт, А. Герц // Вопросы экономики. – 2009. – № 11. – С. 18-31.
201. Расков, Д. Риторика новой институциональной экономической теории / Д. Расков // Вопросы экономики. – 2010. – № 5. – С. 81-95.
202. Роль кредита и модернизация деятельности банков в сфере кредитования : монография / О.И. Лаврушин [и др.] / Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: КНОРУС, 2012. – 272 с.

203. Росликова, О. Г. Новые факторы влияния финансовой глобализации на деятельность коммерческих банков / О.Г. Росликова // Финансы и кредит. – 2009. – № 14. – С. 51-55.
204. Россия и страны мира. 2014. : Стат. сб. / Росстат. – М., 2014. – 382 с.
205. Ротко, С. Теоретические и практические проблемы вексельного обращения в Российской Федерации / С. Ротко. – М.: Книга по требованию, 2012. – 160 с.
206. Рохлов, В. С. История развития учения о гомеостазе [Электронный ресурс] / В.С. Рохлов, С.Б. Трофимов // Издательский дом «Первое сентября». – Режим доступа: <http://bio.1september.ru/article.php?ID=200502201> (дата обращения : 26.03.2013).
207. Рубцов, Б. Б. Глобальные финансовые рынки: масштабы, структура, регулирование / Б.Б. Рубцов // Куда движется век глобализации? : сб. статей / Под ред. А.Н. Чумакова, Л.Е. Гринина. – Волгоград, 2014. – С. 281-305.
208. Рубцов, Б. Б. Реформа финансового сектора Республики Корея: опыт преодоления кризиса / Б.Б. Рубцов // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 11. – С. 72-79.
209. Савелло, Л. Л. О категории «управление» в социально-экономических системах / Л.Л. Савелло, Г.Н. Андреев [Электронный ресурс] // Современные проблемы науки и образования. – 2011. – № 6. – Режим доступа: <http://www.science-education.ru/pdf/2011/6/272.pdf> (дата обращения : 24.03.2013).
210. Сакович, Д. А. Инерционность рынков финансового капитала в условиях глобализации : автореф. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / Сакович Дмитрий Александрович. – Кострома, 2010. – 23 с.
211. Сакс, Дж. Д. Макроэкономика. Глобальный подход / Дж.Д. Сакс, Ф.Б. Ларрен. Пер. с англ. – М.: Дело, 1996. – 844 с.
212. Сапир, Е.В. Глобальные сети знаний в мировой экономике / Е.В. Сапир // Вестник Ярославского государственного университета. – 2007. – № 5. – С. 81-91.
213. Сафонова, Ю. В. Рутинность в сберегательном поведении российских домашних хозяйств [Электронный ресурс] / Ю.В. Сафонова // ВЕСТНИК

- ОГУ. – 2013. – № 8. – Режим доступа: http://vestnik.osu.ru/2013_8/34.pdf (дата обращения : 10.02.2014).
214. Севрюкова, С. Стратегия трансформации доходов населения в организованные сбережения / С. Севрюкова. – М.: LAP Lambert Academic Publishing, 2012. – 180 с.
215. Сенинский, С. Вслед за Турцией и Южной Африкой [Электронный ресурс] / С. Сенинский // Радио Свобода. – Режим доступа: <http://www.svoboda.mobi/a/us-china/25289470.html> (дата обращения : 21.06.2015).
216. Сергеев, Р. В сотрясаемой Мексике. Посольские будни (1980-1990) / Р.В. Сергеев. – М.: Российская политическая энциклопедия, 2002. – 320 с.
217. Сиднина, В. Л. Инерционность как свойство экономической системы : Дис. ... докт. экон. наук : 08.00.01 / Сиднина Валентина Лаврентьевна. – Энгельс, 2002. – 398 с.
218. Сильвестров, С. Мировое хозяйство: новые тенденции развития / С. Сильвестров // Российский экономический журнал. – 2008. – № 8. – С. 63-75.
219. Сильвестров, С. Н. Мировой экономический кризис и формирование новой архитектуры глобальной экономики / С.Н. Сильвестров // Вестник финансового университета. – 2009. – № 2. – С. 5-11.
220. Скобликов, Е. А. Кризис в свете законов финансовых пирамид / Е.А. Скобликов // Финансы и кредит. – 2009. – № 22. – С. 63-66.
221. Смирнов, С. В. Институционализация экономических отношений домашних хозяйств на рынке потребительского кредитования : автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.01, 08.00.10 / Смирнов Сергей Викторович. – Кострома, 2009. – 26 с.
222. Смольков, В. Тектология А. Богданова и современность [Электронный ресурс] / В. Смольков // Проблемы теории и практики управления. – 1997. - № 3. – Режим доступа: http://vasilievaa.narod.ru/ptpu/24_3_97.htm (дата обращения : 20.03.2013).
223. Смыслов, Д. В. Иностраный капитал на фондовом рынке России / Д.В. Смыслов // Деньги и кредит. – 2008. – № 1. – С. 17-32.

224. Соловьев, Д. Н. Управление устойчивостью макроэкономических систем на основе индикативно-пруденциального регулирования (на примере банковской системы России) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10. / Соловьев Дмитрий Николаевич. – Кострома, 2007. – 24 с.
225. Сорокин, Д. Е. Концепция устойчивого инновационного роста : монография / Д.Е. Сорокин [и др.]. – М.: Финансовый ун-т, 2012. – 179 с.
226. Сорос, Дж. О глобализации. Пер. с англ. / Дж. Сорос. – М.: ВГБИЛ, 2002. – 184 с.
227. Столбов, М. И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М.И. Столбов. – М.: Научная книга, 2008. – 201 с.
228. Столерю, Л. Равновесие и экономический рост (принципы макроэкономического анализа) / Л. Столерю. – М.: Статистика, 1974. – 472 с.
229. Стратегия и проблемы устойчивого развития России в XXI веке / А.Г. Гранберг [и др.] / Под ред. А.Г. Гранберга, В.И. Данилова-Данильяна, М.М. Циканова, Е.С. Шопхоева. – М.: Экономика, 2002. – 414 с.
230. Сухарев, А. Н. Резервный фонд и фонд национального благосостояния: финансовая конструкция и итоги функционирования / А.Н. Сухарев // Финансы и кредит. – 2009. – № 40. – С. 50-59.
231. Сычева, В. Финансовый кризис в Мексике. Богатые в Мексике стали плакать чаще [Электронный ресурс] / В. Сычева // Коммерсантъ, 13 января 1995. – Режим доступа: <http://www.kommersant.ru/doc/99133> (дата обращения : 26.11.2014).
232. Тамбовцев, В. Возникновение институтов: методолого-индивидуалистический подход / В. Тамбовцев // Вопросы экономики. – 2010. – № 11. – С. 83-96.
233. Тараканов, М. Ю. Конкуренция на рынке ссудных капиталов в современных условиях (на примере банковской конкуренции) : автореф. дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01, 08.00.10 / Тараканов Михаил Юрьевич. – Кострома, 2004. – 23 с.
234. Тарасевич, В. Н. Что такое институт? (опыт институциональной эволюции) / В.Н. Тарасевич // JOURNAL OF INSTITUTIONAL STUDIES (Журнал институциональных исследований). – 2010. – № 3. – Том 2. – С. 5-23.

235. Татаркин, А. И. Макроэкономические условия и организационно-экономические формы устойчивого развития регионов / А.И. Татаркин // Бизнес, менеджмент и право. – 2008. – № 2. – С. 100-108.
236. Таханова, О. В. Институт доверия в современной экономике России : автореф. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / Таханова Оюна Вадимовна. – Улан-Удэ, 2012. – 23 с.
237. Терентьев, Д. А. Ликвидность как внутренняя причина и фактор неустойчивости рынка капиталов / Д.А. Терентьев // Микроэкономика. – 2012. – № 2. – С. 78-83.
238. Терентьев, Д. А. Формы и механизмы проявления неустойчивости на рынках капитала: институционально-синергетический аспект / Д.А. Терентьев // Вестник Ярославского государственного университета им. П.Г. Демидова. – 2012. – № 1. – С. 146-148.
239. Тосунян, Г. А. Основные риски для экономики и банковской системы России: необходимость изменения подходов / Г.А. Тосунян // Деньги и кредит. – 2009. – № 10. – С. 14-16.
240. Трунин, И. В. Кто выигрывает от налогового маневра [Электронный ресурс] / И.В. Трунин // РБК. Ежедневная деловая газета. – Режим доступа: <http://daily.rbc.ru/opinions/economics/05/02/2015/54d2617c9a79470ed51aa22e> (дата обращения : 19.03.2015).
241. Трунин, П. В. Анализ нестандартных инструментов предоставления ликвидности Банка России / П.В. Трунин // Экономическая политика. – 2015. – Т. 10. – № 1. – С. 41-57.
242. Туманов, Д. В. Трансформация рынка капиталов в условиях информатизации экономических отношений (на примере рынка банковских продуктов и услуг): автореф. ... канд. экон. наук : 08.00.01, 08.00.10 / Туманов Дмитрий Валерьевич. – Кострома, 2007. – 23 с.
243. Уилсон, Р. С., Фабозци Ф.Дж. Корпоративные облигации. Структура и анализ / Р.С. Уилсон, Ф.Дж. Фабозци. Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2005. – 446 с.
244. Усов, В. В. Деньги. Денежное обращение. Инфляция: Учеб. пособие для вузов / В.В. Усов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. – 544 с.

245. Устойчивость банковской системы и развитие банковской политики : монография / О.И. Лаврушин [и др.] ; под ред. О.И. Лаврушина. – М.: КНОРУС, 2014. – 280 с.
246. Федорова, Е. Анализ и оценка каналов распространения финансовых кризисов на развивающихся рынках / Е. Федорова, О. Безрук // Вопросы экономики. – 2011. – № 7. – С. 120-128.
247. Философский энциклопедический словарь / Е. Губский [и др.] / Под ред. Е. Губского, Г. Кораблевой, В. Лутченко. – М.: Инфра-М, 2010. – 576 с.
248. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / А.Г. Грязнова [и др.] / под общ. ред. А.Г. Грязновой. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.
249. Фомин, Э. В. Общий системный подход и социально-экономические системы (от управления к самоорганизации). Книга 1. Общий системный подход / Э.В. Фомин, Ю.А. Фомина. – М.: Ленанд, 2014. – 160 с.
250. Фомин, Э. В. Электронный товарный рынок : монография / Э.В. Фомин, Ю.А. Фомина. – Омск: Русь, 2008. – 248 с.
251. Фомичев, А. Проблемы концепции устойчивого экологического развития. Системно-методологический анализ / А. Фомичев. – М.: Либроком, 2009. – 216 с.
252. Фраймович, Д. Ю. Стабильность и устойчивость инновационного развития региональных социально-экономических систем в контексте кластерного анализа / Д.Ю. Фраймович, И.В. Погодина, З.В. Мищенко // Национальная безопасность. – 2012. – № 6. – С. 23-38.
253. Фролов, Д. Институциональная эволюция постсоветского институционализма / Д. Фролов // Вопросы экономики. – 2008. – № 4. – С. 130-139.
254. Фролов, Д. П. Эволюционная перспектива институциональной экономики России: монография / Д.П. Фролов. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2008. – 462 с.
255. Хазанович, Э. С. Иностраные инвестиции: учебное пособие / Э.С. Хазанович. – М.: КНОРУС, 2013. – 312 с.
256. Хазин, М. Теория кризиса / М. Хазин // Профиль. – 2008. – № 33. – С. 46-53.
257. Хакен, Г. Синергетика / Г. Хакен. – М.: Мир, 1980. – 388 с.

258. Халевинская, Е. Мировая экономика и международные экономические отношения : учебник / Е. Халевинская. – М.: Магистр, 2009. – 365 с.
259. Хашем, П. М. Ожидания в экономической теории [Электронный ресурс] / П.М. Хашем // Институт «Экономическая школа». – Режим доступа: http://www.seinstitute.ru/Files/Grw-10_p192-218.pdf (дата обращения : 10.11.2014).
260. Хелд, Д., Глобальные трансформации: Политика. экономика, культура / Д. Хелд [и др.]. Пер. с англ. – М.: Праксис, 2004. – 576 с.
261. Холодков, Н. Глобальный финансово-экономический кризис [Электронный ресурс] / Н. Холодков // Свободная мысль-XXI : теоретический и политический журнал. – 2013. – № 1. – С. 19-32. – Режим доступа: <http://svom.info/entry/311-globalnyj-finansovo-ekonomicheskij-krizis> (дата обращения : 30.05.2015).
262. Холопов, А. В. Макроэкономическая политика в условиях глобализации / А.В. Холопов. – М.: Деловая литература, 2007. – 256 с.
263. Хуан, Я. Капитализм по-китайски. Государство и бизнес / Я. Хуан. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – 375 с.
264. Хубиев, К. А. Уроки кризиса и императивы посткризисного развития / К.А. Хубиев // Региональный экономический журнал. – 2011. – № 1. – С. 19-34.
265. Шаститко, А. Мировой финансовый кризис – возможность для ремонта институтов? / А. Шаститко // Вопросы экономики. – 2008. – № 12. – С. 133-138.
266. Широнин, В. Институты и инновации: взгляд когнитивной науки / В. Широнин // Вопросы экономики. – 2010. – № 5. – С. 43-57.
267. Энгдаля, У. Ф. Столетие войны: англо-американская нефтяная политика и Новый Мировой Порядок / У.Ф. Энгдаля. – СПб., 2008. – 400 с.
268. Якунин, С. В. Борьба с инфляцией в XX и XXI вв. / С.В. Якунин, М.В. Синева // Финансы и кредит. – 2009. – № 35. – С. 60-64.
269. Ясин, Е. Институциональные проблемы России в мировом контексте / Е. Ясин, М. Снеговая // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 114-128.
270. Ясин, Е. Стратегия-2050: справится ли Россия с вызовами глобализации? / Е. Ясин, К. Юдаева // Вопросы экономики. – 2008. – № 5. – С. 4-21.

271. Beck Ulrich. What is Globalization? – Cambridge. UK: Polity Press, 2000. – 192 p.
272. Defardes, Philippe Moreau. La mondialisation. – Presses Universitaires de France, 1997. – 219 p.
273. Levitt Theodore. The Globalization of Markets // Harvard Business Review. – 1983. – May-June. – P. 92-93.
274. Moller, Klaus. Globalisierung. – Frankfurt, New York, 2002. – 177 s.
275. Muth, J. F. Optimal properties of exponentially weighted forecasts / J.F. Muth // Journal of the American Statistical Association. – 1960. – Vol. 55. – P. 299-306.
276. Muth, J. F. Rational expectations and the theory of price movements / J.F. Muth // Econometrica. – 1961. – Vol. 29. – P. 315-335.
277. Soros, G. The crisis of global capitalism: open society endangered / G. Soros – New York: PublicAffairs, 1998. – 245 p.

Электронные ресурсы

278. Внешний долг РФ [Электронный ресурс] // Сайт Банка России. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/debt_est_new.htm&pid=svs&sid=itm_43952 (дата обращения : 12.05.2015).
279. Годовой отчет Банка России за 2008 год [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: http://cbr.ru/publ/God/ar_2008.pdf (дата обращения : 12.09.2014).
280. Госдолг стран мира в 2014 году [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ru-trade.info/gosdolg-stran-mira-v-2014-godu> (дата обращения : 20.02.2015).
281. Данные об объемах кредитов, депозитов и прочих размещенных средств, предоставленных организациям, физическим лицам и кредитным организациям [Электронный ресурс] // Статистический бюллетень Банка России. – 2015. – № 9. – С. 122. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/BBS/Bbs1509r.pdf> (дата обращения : 10.10.2015).
282. Информация о социально-экономическом положении России за январь-сентябрь 2015 года [Электронный ресурс] // Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. – Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/free/B15_00/Main.htm (дата обращения : 10.10.2015).

283. Крупнейшие банки мира [Электронный ресурс] // Сайт «Банки мира». – Режим доступа: <http://www.wbanks.ru/top-world-banks.html> (дата обращения : 12.06.2015).
284. Рейтинг стран мира по уровню прямых иностранных инвестиций [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://gtmarket.ru/research/foreign-direct-investment-index/info> (Дата обращения – 20.05.2015 г.).
285. Обеспеченные кредиты Банка России [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/refinan.htm&pid=dkp&sid=ITM_15766#2-1 (дата обращения : 20.06.2015).
286. Объем государственного внутреннего долга Российской Федерации [Электронный ресурс] // Сайт Министерства финансов РФ. – Режим доступа: http://www.minfin.ru/ru/performance/public_debt/internal/structure/total/# (дата обращения : 26.08.2015).
287. Основные направления налоговой политики РФ на 2015 год и на плановый период 2016 и 2017 годов // Сайт Министерства финансов РФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://old.minfin.ru/ru/search> (дата обращения : 18.03.2015).
288. Отчет о развитии банковского сектора и банковского надзора в 2014 году [Электронный ресурс]. – М.: Банк России, 2015. – Режим доступа: http://www.cbr.ru/publ/archive/root_get_blob.aspx?doc_id=9878 (дата обращения : 10.06.2015).
289. Сайт fx-commodities.ru – дневник для наблюдений цен на основные сырьевые материалы, торгуемые на мировых биржевых площадках [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://fx-commodities.ru/oil> (дата обращения : 15.04.2015).
290. Сайт Банка России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru> (дата обращения : 10.10.2015).
291. Сайт Министерства финансов РФ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.minfin.ru> (дата обращения : 10.10.2015).
292. Сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru> (дата обращения : 10.10.2015).

293. Сведения об объемах предоставленных кредитов юридическим лицам-резидентам и индивидуальным предпринимателям в рублях [Электронный ресурс] // Официальный сайт Банка России. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/statistics/UDStat.aspx?Month=09&Year=2015&TblID=302-13> (дата обращения : 10.10.2015).
294. Совокупный объем средств Резервного фонда [Электронный ресурс] // Сайт Министерства финансов РФ. – Режим доступа: <http://www.minfin.ru/ru/performance/reservefund/statistics/volume/index.php#> (дата обращения : 16.05.2015).
295. Совокупный объем средств Фонда национального благосостояния [Электронный ресурс] // Сайт Министерства финансов РФ. – Режим доступа: <http://www.minfin.ru/ru/performance/nationalwealthfund/statistics/#> (дата обращения : 16.05.2015).
296. Статистический бюллетень Банка России. – 2015. – № 4. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/BBS/Bbs1504r.pdf> (дата обращения : 20.06.2015).
297. Темпы роста ВВП России [Электронный ресурс] // Сайт «EREPORT.RU. Мировая экономика». – Режим доступа: <http://www.ereport.ru/stat.php?count=russia&razdel=country&table=ggecia> (дата обращения : 15.09.2015).
298. Экономический кризис в Бразилии в 1999 году [Электронный ресурс] // Сайт «newsruss.ru». – Режим доступа: http://newsruss.ru/doc/index.php/Экономический_кризис_в_Бразилии_в_1999_году (дата обращения : 21.10.2014).

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение А

Рейтинг стран и территорий по уровню прямых иностранных инвестиций в
2013 году [284]

Место	Экономика	Размер ПИИ, долл. США
1	Китай	347 848 740 397
2	Соединённые Штаты Америки	294 971 000 000
3	Гонконг	76 638 677 437
4	Россия	70 653 718 709
5	Канада	67 581 373 072
6	Сингапур	63 772 316 791
7	Австралия	51 966 834 047
8	Германия	51 266 993 711
9	Ирландия	49 960 134 752
10	Великобритания	48 314 454 024
11	Испания	44 917 006 387
12	Мексика	39 171 641 670
13	Нидерланды	32 109 654 413
14	Люксембург	30 075 373 593
15	Индия	28 153 031 270
16	Индонезия	23 286 844 586
17	Чили	20 258 161 878
18	Колумбия	16 198 401 721
19	Австрия	13 843 770 472
20	Италия	13 126 395 561
21	Турция	12 918 000 000
22	Таиланд	12 649 747 952
23	Южная Корея	12 220 700 000
24	Израиль	11 804 200 000
25	Малайзия	11 582 675 744
26	Каймановы острова	10 577 020 870
27	Объединённые Арабские Эмираты	10 487 950 987
28	Аргентина	10 262 782 762
29	Казахстан	9 738 521 652
30	Перу	9 298 078 237
31	Саудовская Аравия	9 297 693 333
32	Вьетнам	8 900 000 000
33	Южная Африка	8 118 153 643
34	Португалия	7 881 591 922
35	Венесуэла	7 040 000 000
36	Мозамбик	6 697 422 432
37	Франция	6 480 400 817
38	Нигерия	5 609 000 000
39	Египет	5 553 000 000
40	Панама	5 053 200 000
41	Чехия	5 006 911 507
42	Украина	4 509 000 000

43	Румыния	4 108 000 000
44	Япония	3 715 043 055
45	Филиппины	3 663 921 995
46	Марокко	3 360 909 924
47	Макао	3 316 053 799
48	Коста Рика	3 234 443 304
49	Гана	3 227 000 000
50	Туркменистан	3 061 000 000
51	Иран	3 049 945 000
52	Ливан	3 028 933 787
53	Греция	2 945 417 938
54	Ирак	2 852 000 000
55	Уругвай	2 789 072 930
56	Норвегия	2 627 258 488
57	Азербайджан	2 619 437 000
58	Мьянма	2 254 603 972
59	Беларусь	2 246 100 000
60	Судан	2 179 116 544
61	Монголия	2 150 897 062
62	Словакия	2 148 266 702
63	Новая Каледония	2 064 782 550
64	Конго	2 038 296 494
65	Сербия	1 974 338 182
66	Экваториальная Гвинея	1 914 000 000
67	Болгария	1 887 670 064
68	Танзания	1 872 392 115
69	Кувейт	1 843 369 998
70	Замбия	1 810 900 000
71	Иордания	1 798 450 704
72	Боливия	1 749 612 614
73	Тринидад и Тобаго	1 712 600 000
74	Демократическая Республика Конго	1 697 585 831
75	Алжир	1 689 286 299
76	Оман	1 625 877 491
77	Доминикана	1 599 700 000
78	Дания	1 597 210 042
79	Бангладеш	1 501 647 072
80	Гватемала	1 350 114 386
81	Камбоджа	1 345 044 252
82	Пакистан	1 307 000 000
83	Албания	1 253 783 309
84	Уганда	1 194 398 346
85	Мавритания	1 126 004 760
86	Узбекистан	1 077 000 000
87	Гондурас	1 069 029 263
88	Тунис	1 058 622 582
89	Бахрейн	988 829 787.20
90	Эстония	964 588 952.50
91	Эфиопия	952 959 700
92	Грузия	949 335 749.90

93	Шри-Ланка	915 570 803.10
94	Намибия	903 778 871.30
95	Бруней	895 000 000
96	Латвия	880 800 000
97	Габон	856 000 000
98	Никарагуа	845 100 000
99	Мадагаскар	837 532 519.30
100	Кыргызстан	757 642 400
101	Эквадор	725 051 206.30
102	Литва	712 435 948.50
103	Ливия	702 000 000
104	Либерия	700 267 800
105	Нигер	631 444 822.30
106	Ямайка	626 780 072.60
107	Кипр	607 038 884.90
108	Хорватия	588 376 068
109	Камерун	571 983 333.30
110	Чад	538 417 941.90
111	Кения	514 387 425.40
112	Исландия	468 688 707.30
113	Черногория	446 490 330.30
114	Лаос	426 667 686.20
115	Мали	410 287 672.10
116	Зимбабве	400 000 000
117	Багамские Острова	382 252 000
118	Македония	376 454 350.90
119	Барбадос	376 399 680
120	Буркина Фасо	374 319 285.90
121	Кот-д'Ивуар	370 991 547.50
122	Армения	370 196 773.40
123	Парагвай	346 100 000
124	Косово	343 172 577.50
125	Мальдивы	325 256 930.30
126	Бенин	320 057 272.70
127	Босния и Герцеговина	315 018 538.90
128	Сенегал	298 256 720.10
129	Джибути	286 004 467.70
130	Маврикий	258 587 556.30
131	Молдова	249 040 000
132	Северная Корея	227 000 000
133	Гайана	200 523 800
134	Сальвадор	196 843 649.60
135	Ботсвана	188 606 245.70
136	Гаити	185 777 879.40
137	Сейшельские Острова	177 608 082.10
138	Палестина	177 205 348.40
139	Аруба	168 770 949.70
140	Фиджи	158 212 691
141	Сьерра-Леоне	144 089 846.10
142	Суринам	137 463 325.30

143	Гвинея	135 330 000
144	Антигуа и Барбуда	134 288 999.60
145	Сент-Винсент	126 735 013
146	Французская Полинезия	118 776 152.50
147	Малави	118 437 890.10
148	Сент-Китс и Невис	110 789 970.40
149	Руанда	110 780 484
150	Таджикистан	107 812 500
151	Сомали	107 110 000
152	Белиз	89 285 610.06
153	Того	84 246 700.06
154	Сент-Люсия	83 515 042.22
155	Гренада	74 688 413.33
156	Непал	73 630 690.34
157	Афганистан	59 602 266
158	Бермуды	54 904 045.83
159	Бутан	49 784 378.01
160	Лесото	44 895 533.47
161	Соломоновы Острова	44 653 259.68
162	Эритрея	43 859 000
163	Кабо-Верде	39 496 546
164	Тимор-Лешти	38 979 451.43
165	Синт-Мартен	33 916 201.12
166	Вануату	32 967 496.24
167	Гамбия	25 280 000
168	Свазиленд	24 201 255.62
169	Самоа	24 179 518.93
170	Маршалловы Острова	22 627 410.62
171	Папуа — Новая Гвинея	18 222 240.04
172	Доминика	17 915 757.41
173	Кюрасао	17 463 687.15
174	Гвинея-Бисау	14 501 862.20
175	Коморские Острова	13 935 398.66
176	Тонга	11 600 000
177	Сан-Томе и Принсипи	10 594 344.82
178	Кирибати	9 000 000
179	Бурунди	6 884 806.83
180	Северные Марианские Острова	6 060 888.88
181	Палау	5 700 000
182	Микронезия	1 892 007
183	Центрально-Африканская Республика	800 000
184	Тувалу	336 811.54
185	Йемен	-133 570 895.60
186	Словения	-418 664 939.20
187	Новая Зеландия	-509 641 341.60
188	Катар	-840 384 615.40
189	Мальта	-1 868 526 810
190	Бельгия	-3 268 505 983
191	Венгрия	-4 301 988 209
192	Польша	-4 586 000 000

193	Швеция	-5 119 205 196
194	Финляндия	-5 296 740 409
195	Ангола	-7 120 017 424
196	Швейцария	-8 179 472 592

**Институты стран БРИК, оказывающие господдержку
импорту и экспорту капитала [186, с. 39]**

Страна	Институт	Основные инструменты поддержки импорта капитала	Основные инструменты поддержки экспорта капитала
Китай	The Export-Import Bank of China	Гарантии по кредитам, привлекаемым китайскими компаниями за рубежом для реализации проектов внутри страны. Перекредитование займов МФО и иностранных государств	Кредиты для финансирования ПИИ китайских компаний. Гарантии по иностранным кредитам, привлекаемым компаниями из КНР для реализации проектов за рубежом
	China Development Bank	Привлечение долгосрочных кредитов и займов за рубежом для финансирования инвестиционных проектов внутри страны. Участие в капитале создаваемых совместно с зарубежными участниками инвестиционных фондов	Кредиты для финансирования ПИИ китайских компаний. Участие в капитале инвестиционных компаний и фондов, вкладывающих средства в покупку иностранных активов и проекты китайских компаний за рубежом
	China Export & Credit Insurance Corp.	Страхование ПИИ от политических рисков	Страхование от политических рисков ПИИ национальных компаний и банков. Гарантии по кредитам, предоставляемым китайскими банками для осуществления инвестиционных проектов за рубежом
Индия	State Bank of India	Кредиты для финансирования инвестиционных проектов в Индии с участием иностранного капитала. Привлечение долгосрочных кредитов за рубежом для финансирования инвестиционных проектов внутри страны	Кредиты для финансирования ПИИ индийских компаний
	The Export-Import Bank of India		Кредиты для финансирования ПИИ индийских компаний. Кредиты зарубежным предприятиям с участием индийского капитала. Инвестирование совместно с индийскими компаниями в капитал зарубежных предприятий
Бразилия	Banco Nacional de Desenvolvimento Economico Social	Кредиты и гарантии для софинансирования инвестиционных проектов с участием иностранного капитала	Кредиты для финансирования ПИИ бразильских компаний. Гарантии по кредитам, привлекаемым бразильскими компаниями для реализации проектов за рубежом