

На правах рукописи

**Терентьев Дмитрий Александрович**

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

**Специальность 08.00.01 – Экономическая теория**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени**

**кандидата экономических наук**

Ярославль – 2015

Работа выполнена в Федеральном государственном бюджетном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Ярославский государственный университет им. П. Г. Демидова».

Научный руководитель – доктор экономических наук, профессор  
**Вахрушев Дмитрий Станиславович**

Официальные оппоненты: **Журавлёва Галина Петровна**  
доктор экономических наук, профессор,  
Заслуженный деятель науки РФ,  
ФГБОУ ВО «Российский экономический  
университет имени Г.В. Плеханова»,  
профессор кафедры политической экономии

**Кошко Ольга Васильевна**  
доктор экономических наук, профессор,  
ФГБОУ ВО «Вологодский государственный  
университет», заведующая кафедрой  
экономической теории, учета и анализа

Ведущая организация – **ФГБОУ ВО «Ивановский государственный университет»**

Защита состоится «05» февраля 2016 года в 14.00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.002.06 при Ярославском государственном университете им. П.Г. Демидова по адресу: 150000, г. Ярославль, ул. Комсомольская, д. 3, ауд. «308».

С диссертацией можно ознакомиться в научной библиотеке ФГБОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П. Г. Демидова» по адресу: 150003, Полушкина роща, д. 1а и на официальном сайте ФГБОУ ВПО «Ярославский государственный университет им. П. Г. Демидова»: <http://www.rd.uniyar.ac.ru/>.

Автореферат разослан «\_\_» декабря 2015 года.

Ученый секретарь  
диссертационного совета

Курочкина Ирина Петровна

## I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**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 детерминированы 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. Пейтиев, 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 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 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 трансакций 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 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 ВО «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 п.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.

## **II. ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**В рамках первого научного результата предложена двухуровневая модель экономических отношений на рынке капитала, выступающая исходной причиной периодически наблюдаемых неустойчивых состояний.**

Учитывая терминологическую неоднородность и контекстуальность содержания экономических категорий, «рынок капитала» в работе рассматривается в соответствии со сложившейся в отечественной литературе традицией исследования рынков ресурсов. При этом, с одной стороны, из анализа исключается движение капитала в физической и нематериальной формах. С другой стороны, речь идёт о совокупности всех экономических отношений, опосредующих процесс движения стоимости в денежной форме в целях обеспечения прироста стоимости в будущем.

В этой связи в работе осуществлена конкретизация и систематизация многообразия экономических интересов участников рынка капиталов. На этой основе предложена двухуровневая модель экономических отношений, опосредующих функционирование агрегированных сегментов современных рынков капитала (долгового, долевого, валютного, срочного). Первый (базовый) уровень детерминирован экономическими интересами, обусловленными местом субъектов рынка в системе общественного воспроизводства и необходимостью обслуживания производства и потребления (таблица 1).

Экономические отношения второго уровня обусловлены иными интересами, связанными с извлечением прибыли за счет ценовых колебаний. Данный уровень является следствием избытка капитала, с одной стороны, и избыточного наличия финансовых инструментов, служащих средством притяжения капитала, с другой стороны. Несмотря на то, что первый уровень создает фундамент для развития второго, эволюционно экономические отношения, функционирующие на втором уровне, постепенно начинают доминировать над отношениями первого уровня, что не может не оказывать влияние на устойчивость функционирования сегментов рынка капитала.

Таблица 1 – Характеристика базового уровня развития экономических отношений на рынке капитала

Сегмент рынка	Экономические отношения	Экономические интересы
Кредитный рынок (рынок ссудных капиталов)	Займ – движение стоимости на основе возвратности, срочности, платности	У потребителей капитала (заемщиков): 1) увеличение масштабов деятельности; 2) эффект финансового рычага; 3) непрерывность воспроизводственного процесса, и др. У поставщиков капитала (кредиторов): 1) размещение временно свободных денежных средств и получение ссудного процента; 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.
Рынок акций (акционерный капитал)	Совместное владение	У потребителей капитала (эмитентов): 1) аккумулирование значительного объема капитала у многих инвесторов; 2) возврат привлеченного капитала не предусмотрен; 3) выплата дивидендов, как правило, не обязательна; 4) размер дивидендов не зависит от прибыли. У поставщиков капитала (инвесторов): 1) право на часть прибыли в виде дивидендов; 2) право на участие в управлении; 3) право на ликвидационную стоимость.
Валютный рынок	Обмен валют	Международная торговля
Рынок деривативов	Хеджирование	Управление риском неблагоприятного изменения цен в будущем

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.

**В рамках второго научного результата обоснована необходимость триединого понимания устойчивости рынков капитала: структурной, функциональной и динамической.**

Автор соглашается с тем, что устойчивость экономических систем выражается в их способности противостоять изменениям во внешней и внутренней среде. При этом объяснение механизма обеспечения устойчивости представля-

ется 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.

Учитывая специфику рынка капитала и особенности функционирования его сегментов, правомерно говорить о необходимости триединого понимания его устойчивости: структурной, функциональной и динамической.

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 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 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. Также в работе проанализирована функция управления рисками, в большей степени характерная для срочного и страхового рынков.

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 транзакций и снижение рыночной капитализации компаний, не обусловленное ухудшением экономических показателей их функционирования. В этой связи в работе уточнен механизм нарушения динамической устойчивости рынков капитала на микроуровне, выражающийся в деформации обратных связей, предопределяющих 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.

**В рамках третьего научного результата определены запускающие, усиливающие и осложняющие факторы, детерминирующие вектор неустойчивого развития отечественного рынка капитала.**

С теоретической точки зрения для объяснения причин и внутренних механизмов устойчивости рынков капитала особое значение имеет рассмотрение факторов, влияющих на содержание данных процессов (рисунок 1).

«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. В работе получен вывод о

том, что применительно к рынкам капитала стран с развивающейся экономикой такими флуктуациями выступают изменения, связанные с направлениями и каналами движения иностранного капитала, его объемами и интенсивностью.

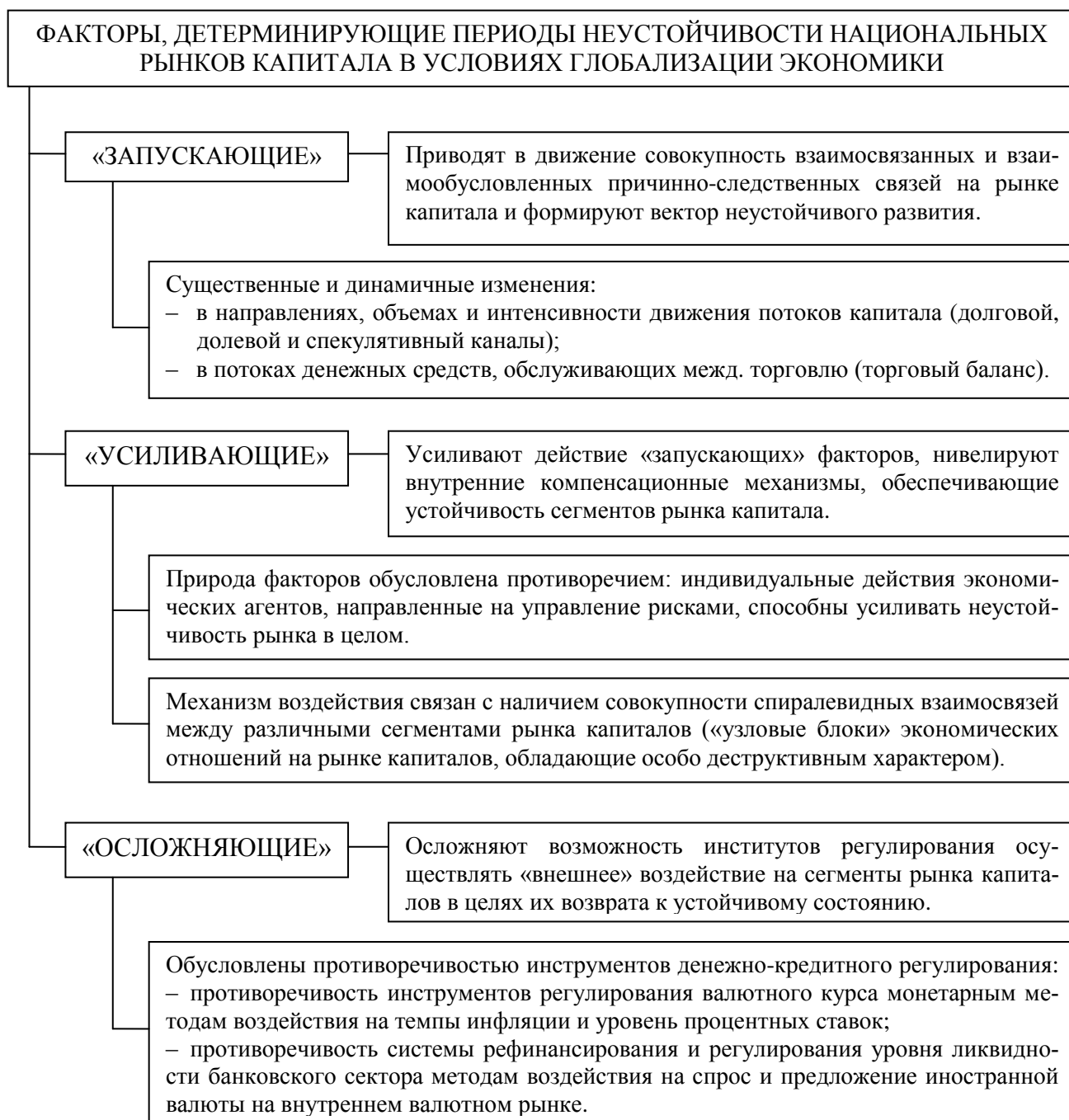


Рисунок 1 – Система факторов, детерминирующих неустойчивые состояния национальных рынков капиталов в условиях глобализации экономики

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. Так, регулярность потоков капитала объясняется их воздействием на объем денежной массы и темпы инфляции, что предопределяет стабильно высокий уровень ссудного процента, а также формирует восходящие ценовые тренды на рынках капитала (рисунок 2).



Рисунок 2 – Самоподдерживающаяся спираль притока иностранного капитала на национальные рынки (инфляционно-процентная взаимосвязь)

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 спекулятивного капитала с национальных рынков.

В результате в условиях глобализации финансовые рынки 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 внутренне-

го 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. Более того, специфичность движения капитала определяется тем, что зачастую прекращение притока автоматически приводит к его оттоку. Как следствие спираль, обозначенная на рисунке 2, деформируется и начинает работать в ином режиме, оказывая негативное воздействие на курс национальной валюты и приводя к проблемам не только на рынке капитала, но и во всей системе общественного воспроизводства.

Помимо движения капитала по долговому, долевым и спекулятивному каналам, на национальные рынки влияют потоки денежных средств, обслуживающие международную торговлю. Регулярное превышение экспорта над импортом создает условия для укрепления курса национальной валюты и усиливает обозначенную на рисунке 2 спираль. Как следствие сокращение экспортных валютных поступлений также нарушает динамическую устойчивость рынка капиталов (с последующим негативным воздействием на структурную и функциональную устойчивость) через механизм обратного действия представленной спирали. Если же экспорт в целом занимает существенное место в структуре народного хозяйства, то его сокращение оказывает крайне отрицательное влияние на всю экономическую систему, с одновременным негативным воздействием на бюджетную сферу и рынки долгового и акционерного капитала.

Особое внимание в работе уделено факторам, усиливающим негативные тенденции неустойчивого развития и нивелирующим действия внутренних компенсационных механизмов, направленных на противодействие кризисным сценариям функционирования сегментов рынка капитала.

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 капитала взаимосвязаны, однако, не все взаимосвязи способны усиливать не-



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

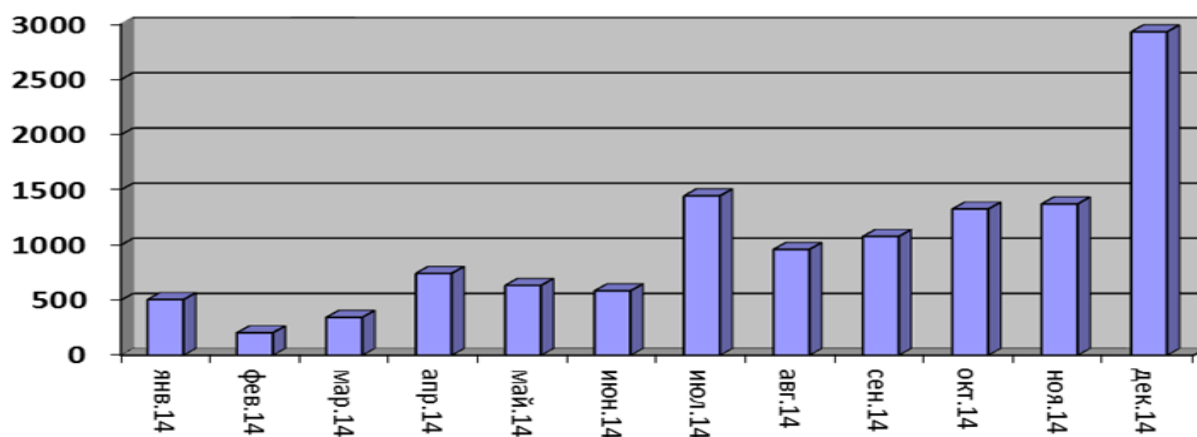
В этой связи в работе выделены и рассмотрены ключевые спиралевидные взаимосвязи рынка капитала, выступающие причинами его имманентной неустойчивости и одновременно составляющими механизм реализации кризисных сценариев развития («рынок межбанковских ссуд – рынок фиктивного капитала»; «отток вкладов домашних хозяйств – ликвидность банков – сокращение объемов кредитования – рост просроченной задолженности» и др.). Одновременно с этим в работе 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.

Также в работе выделены факторы, осложняющие возможности институтов государственного регулирования осуществлять «внешнее» воздействие на сегменты финансового рынка в целях возврата к их устойчивому состоянию. По мнению автора, «осложняющие» факторы 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 методами воздействия на спрос и предложение иностранной валюты на внутреннем валютном рынке. Так, увеличение возможностей банков по получению кредитов, обеспеченных нерыночными активами, являющееся в целом позитивной тенденцией, привело к тому, что в 2014 г. (таблица 2) были продемонстрированы рекордные объемы рефинансирования.

Таблица 2 – Объемы операций кредитования Банка России в 2010-2014 гг.<sup>1</sup>

Год	Объем внутридневных кредитов	Объем кредитов овернайт	Объем ломбардных кредитов	Объем кредитов, обеспеченных нерыночными активами
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

При этом спрос на кредиты стремительно возрастал в конце года (рисунок 3), что связано с интенсификацией банками спекулятивных валютных операций. В результате инструмент разрешения данного противоречия – повышение ключевой ставки, применённый Банком России в декабре 2014 г., оказал крайне негативное влияние на всю систему экономических отношений, одновременно нивелировав позитивный эффект от развития каналов рефинансирования банков.

Рисунок 3 – Кредиты Банка России, обеспеченные нерыночными активами или поручительствами, в 2014 году, млрд. руб.<sup>2</sup>

**В рамках четвертого научного результата сформулирован вывод о том, что в современных условиях устойчивость рынка капитала во многом обусловлена его сращиванием с системой экономических отношений, опосредующих формирование, распределение и использование централизованных фондов денежных средств.**

<sup>1</sup> URL: [http://cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart\\_system/refinan.htm&pid=dkp&sid=ITM\\_15766](http://cbr.ru/DKP/print.aspx?file=standart_system/refinan.htm&pid=dkp&sid=ITM_15766).

<sup>2</sup> Сост. автором по: Статистический бюллетень Банка России. – 2015. - № 8. – С. 70.

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. 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.

Масштабность перераспределительных процессов и их институциональное оформление позволяют говорить о сращивании рынка капиталов с системой экономических отношений, обслуживающих реализацию государственных функций. По мнению автора, это оказывает значимое воздействие на устойчивость рынка капитала и его сегментов. В этой связи в работе выделены конкретные каналы данной взаимосвязи в контексте проблематики устойчивости применительно к отечественной практике, в том числе в сравнении с опытом других государств.

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, значимость которого приводит к возникновению парадокса – присутствие государства на рынке капиталов становится объективной необходимостью и напрямую не зависит от сбалансированности бюджетной системы. В работе показано, что рынок государственных займов выступает одним из инструментов антиинфляционной политики, а государственные долговые обязательства традиционно выступают наименее рискованным объектом для инвестиций, что особенно значимо для институциональных инвесторов, осуществляющих управление сбережениями домашних хозяйств. Кроме того, ценные бумаги государства служат 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.

Также сращивание рынков капитала с централизованными финансами наблюдается по линии государственных резервов. В данном случае, помимо антиинфляционного аспекта, в работе рассмотрены применяемые в отечественной практике инструменты поддержки банковского рынка. В результате сделан вывод о том, что канал обеспечения ликвидности и поддержки капитализации рыночных институтов 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.

Наконец, 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 имеется ввиду значимое влияние налоговых платежей на показатели банковской ликвидности и национальной платежной системы.

Теоретический анализ проблематики устойчивости рынка 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 капитала и его сегменты (таблица 3).

Таблица 3 – Основные факторы, обусловившие начало кризисных процессов в 2008 и 2014 гг.

Фактор	Кризис 2008 г.	Кризис 2014 г.
Снижение цен на нефть	Причина: - 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	Причина: мировой финансовый кризис	Причина: введение санкций против РФ
Отток капитала	Причины: - мировой финансовый кризис; - напряженная политическая обстановка вследствие конфликта с Грузией	Причины: - напряженная политическая обстановка в связи с Украиной; - рост доходности финансовых инструментов на зарубежных рынках.

В целом сформулирован вывод о том, что кризисные факторы тесно взаимосвязаны и обладают кумулятивным эффектом, взаимоусиливая друг друга. Проведенный анализ высвечивает и дополнительно актуализирует известную проблему существенной зависимости российской экономики от ситуации на мировых рынках энергоносителей и возможности доступа к иностранному капиталу.

### III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сделать следующие основные выводы.

1. В условиях глобализации экономики периоды неустойчивости имманентно характерны для национальных рынков капиталов вследствие того, что спекулятивные экономические интересы доминируют над экономическими интересами, обусловленными местом субъектов рынка в системе общественного воспроизводства и связанными с необходимостью обслуживания производства и потребления.

2. Устойчивость рынков капитала является сложной категорией, отражающей их способность противостоять изменениям во внешней и внутренней сре-

де, и проявляющейся в единстве структурного, функционального и динамического аспектов.

3. На современном этапе экономического развития нарушение устойчивости национальных рынков капитала детерминируется системным воздействием совокупности факторов. Запускающие факторы обусловлены зависимостью рынков развивающихся стран от потоков иностранного капитала и параметров торгового баланса. Природа усиливающих факторов связана с совокупным негативным воздействием на рынок капитала индивидуальных действий экономических агентов, направленных на снижение уровня рисков. В то же время возможности органов регулирования по восстановлению устойчивости рынка капиталов и его сегментов осложнены объективной противоречивостью применения денежно-кредитных инструментов.

4. В системе экономических отношений на современных рынках капитала существуют узловые блоки, в которых взаимосвязи между экономическими явлениями и процессами при определенных условиях склонны приобретать спиралевидный характер. На этапе роста такие взаимосвязи способствуют позитивной динамике экономического развития, однако в периоды спада и усиления внешних негативных факторов действие данных спиралей является особенно деструктивным. В этом смысле действия органов регулирования должны быть направлены на своевременную идентификацию формирующихся спиралевидных взаимосвязей и принятие эффективных мер по их адекватному купированию.

5. Масштабность современных перераспределительных процессов и их институциональное оформление позволяют сделать вывод о сращивании рынка капиталов с системой экономических отношений, обслуживающих реализацию государственных функций, что в целом оказывает существенное влияние на обеспечение устойчивости рынка капиталов. Применительно к российской экономике это проявляется по линии государственного долга, суверенных фондов, а также обеспечения ликвидности и поддержки капитализации кредитных институтов.

#### **IV. ОСНОВНЫЕ РАБОТЫ, ОПУБЛИКОВАННЫЕ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

##### **Статьи в рецензируемых научных изданиях, рекомендованных ВАК:**

1. Терентьев, Д. А. Ликвидность как внутренняя причина и фактор неустойчивости рынка капиталов / Д.А. Терентьев // Микроэкономика. – 2012. – № 2. – С. 78-83. (0,52 п.л.)

2. Терентьев, Д. А. Влияние сектора формирования и распределения общественных благ на устойчивость рынка капиталов / Д.А. Терентьев // Труды Вольного экономического общества России. – 2012. – Т. 163. – С. 627-632. (0,5 п.л.)

3. 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. (0,44 п.л.)

4. Терентьев, Д. А. Сравнительный анализ кризисов 2008 и 2014 годов в контексте проблематики устойчивости отечественного рынка финансового капитала [Электронный ресурс] / Д.С. Вахрушев, Д.А. Терентьев // Наукovedение (электронный журнал). – 2015. – Том 7. – № 3. – Режим доступа: <http://naukovedenie.ru/PDF/142EVN315.pdf>. (0,76 п.л., автора – 0,52)

##### **Публикации в других научных изданиях:**

5. Терентьев, Д. А. Причины международного движения капитала и его основные формы / Д.А. Терентьев // Актуальные проблемы развития российской экономики в условиях формирования информационного общества: Межвузовский сборник научных трудов. – Ярославль: Аверс Плюс, НИИ «Кассиопея», 2008. – С. 111-115. (0,35 п.л.)

6. Терентьев, Д. А. Развитие теоретических подходов к управлению устойчивостью макроэкономических систем / Д.А. Терентьев // Финансово-экономический кризис и пути выхода из него: Сборник научных статей. – Ярославль: НИИ «Кассиопея», 2009. – С. 87-92. (0,38 п.л.)

7. Терентьев, Д. А. Специфика и особенности применения системного подхода в управлении экономикой / Д.А. Терентьев // Молодежь и экономика:

Материалы VII Международной научной конференции молодых ученых, аспирантов и студентов. – Ярославль: ВФЭА, 2010. – Т. I. – С. 56-58. (0,15 п.л.)

8. Терентьев, Д. А. Влияние динамики иностранных инвестиций на устойчивость экономики России / Д.А. Терентьев // Актуальные проблемы развития экономики и управления: Межвузовский сборник научных статей. – Рыбинск: РФ ВВАГС, 2010. – С. 125-133. (0,71 п.л.)

9. Терентьев, Д. А. Неравновесность как характеристика экономических систем / Д.А. Терентьев // Проблемы социально-экономического развития регионов России: Межвузовский сборник научных трудов. – Рыбинск: РФ ВВАГС, 2011. – С. 216-217. (0,23 п.л.)

10. Терентьев, Д. А. Динамика развития финансовых рынков в условиях глобализации / Д.А. Терентьев // Экономические проблемы развития России: Межвузовский сборник научных статей. – Иваново: ИГУ, 2011. – С. 333-352. (0,52 п.л.)

11. Терентьев, Д. А. Позитивная роль инфляции в экономике: эволюционный подход / Д.А. Терентьев // Актуальные проблемы современной экономической науки: Материалы Пятой межрегиональной университетской научно-практической конференции. – Ярославль: РГГУ, 2011. – С. 52-58. (0,4 п.л.)

12. Терентьев, Д. А. Устойчивость рынка капиталов и проблематика управления рисками / Д.А. Терентьев // Молодежь и общество: проблемы и перспективы развития: Материалы III Международной научно-практической конференции молодых ученых, аспирантов и студентов. Том 1. – Ярославль: ЯФ МФЮА, 2012. – С. 104-105. (0,15 п.л.)

13. Терентьев, Д. А. Двухуровневая модель экономических отношений на рынках капитала / Д.А. Терентьев // Современные тенденции в экономике и управлении: новый взгляд в условиях информатизации общества: Сб. ст. по итогам международной научно-практической конференции (20 ноября 2013 г.). – Ярославль: ЯФ НОУ ВПО «Институт управления», «Канцлер», 2014. – С. 76-79. (0,72 п.л.)

14. Терентьев, Д. А. Движение капиталов в условиях глобализации как фактор неустойчивости национальных финансовых рынков / Д.С. Вахрушев, Д.А. Терентьев // Развитие экономических и межотраслевых наук в XXI веке: Сборник материалов V международной научно-практической конференции



(Россия, г. Новосибирск, 7-8 ноября 2014 г.). – Новосибирск: Научный институт глобальной и региональной экономики (НИГРЭ), 2014. – С. 86-88. (0,48 п.л., вклад автора – 0,32 п.л.)

15. Терентьев, Д. А. Необходимость и пути совершенствования формально-институционального закрепления движения капиталов в условиях нестабильности социально-экономического развития / Д.А. Терентьев // Актуальные проблемы совершенствования российского законодательства: Сб. ст. по итогам международной научно-практической конференции (4-5 декабря 2014 г.) / под ред. А.Е. Кальсина ; ЯФ НОУ ВПО «Институт управления». – Ярославль: Канцлер, 2014. – С. 144-147. (0,38 п.л.)

16. Терентьев, Д. А. Теоретические аспекты содержания категории «финансовый капитал» / Д.А. Терентьев // Инновационная экономика. Достижения и перспективы нового столетия: Сб. науч. труд. по итогам международной научно-практической конференции (8-9 апреля 2015 г.) ; ЯФ НОУ ВПО «Институт управления». – Ярославль: Изд-во «Канцлер», 2015. – С. 142-147. (0,51 п.л.)