

УДК 336.76

ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ К ТИПОЛОГИЗАЦИИ ОРГАНИЗОВАННЫХ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

М.В. ПРЯНИШНИКОВА,

кандидат экономических наук,

доцент кафедры финансов

E-mail: marprya@mail.ru

Саратовский социально-экономический институт

Российского экономического университета

им. Г.В. Плеханова

Основная масса операций с ценными бумагами проводится на организованных рынках, характер функционирования которых определяется базовой моделью рынка ценных бумаг. Каждая из моделей рынка имеет свои преимущества и недостатки, изучение которых позволяет выработать рекомендации по совершенствованию рынка в рамках определенной модели, что представляется актуальным в условиях нестабильной финансово-экономической обстановки в стране.

Цели работы состоят в выявлении основных типов современных организованных рынков ценных бумаг, рассмотрении структуры различных видов организованных рынков ценных бумаг, их состава по участникам торговли и видам торгуемых ценных бумаг, основных элементов регулирования организованных рынков. Анализ современных подходов к типологизации рынков ценных бумаг позволяет сформулировать критерии классификации и определить наиболее эффективные меры регулирования.

В процессе исследования применялись следующие научные методы: общелогические (анализ, синтез, аналогия), теоретические (абстрагирование, обобщение, исторический метод, системный подход), эмпирические (наблюдение, описание, сравнение).

Автор обосновывает необходимость изучения современных моделей рынка ценных бумаг, предлагает определение понятия «модель рынка ценных бумаг», систематизирует различные подходы к классификации современных организованных рынков ценных бумаг.

Подробно рассматриваются модели рынка: англо-саксонская, европейско-континентальная, банковская, небанковская, смешанная; с избыточным, достаточным, абсолютно недостаточным и относительно недостаточным капиталом; открытая и

национальная. Приводится характеристика понятия «достаточность капитала», раскрывается его сущность, показывается значение уровня достаточности капитала для формирования той или иной модели организованного рынка ценных бумаг. Рассматривая небанковскую модель, автор раскрывает сущность инвестиционного банкинга.

Эффективность функционирования организованных рынков, их вклад в хозяйственное развитие страны зависят от их структуры, возможностей участников, достаточности капитала и многих других факторов.

Значимость исследования заключается в том, что в нем приводится оценка сравнительной эффективности разных моделей рынка, показываются роль и значение рынка ценных бумаг в организации инвестиционных процессов при использовании разных моделей рынка, рассматриваются изменения в сфере регулирования российского рынка ценных бумаг и их влияние на численный состав профессиональных участников, раскрываются качественные характеристики отечественной модели организованного рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: достаточность капитала, инвестиционный банк, модель, организованный рынок ценных бумаг, структура рынка

Темой статьи является выявление основных типов организованных рынков ценных бумаг, сформированных в разных странах. Изучать типологизацию рынков необходимо для выявления вклада капитала, обращаемого на финансовых рынках, в хозяйственное развитие, что во многом зависит от сложившейся модели рынка ценных бумаг. Чем больше размер накопленного в стране инвестиционного капитала в

распоряжении хозяйственных субъектов экономики, тем шире масштабы его применения в инвестиционной сфере. Тип модели рынка определяется размерами и степенью свободы перемещения капитала.

Моделирование объекта как метод изучения экономических субъектов широко используется в экономической науке. Оно представляет собой выявление закономерностей, особых свойств хозяйственного субъекта, алгоритма его существования, способов взаимодействия с окружающими объектами и условиями, а также представление всего этого в виде замкнутой системы.

Моделирование позволяет сосредоточить внимание на значимых свойствах объекта, раскрыть их и установить возможности их развития при различных экономических обстоятельствах, а именно: при новых законах, изменениях в других связанных с объектом экономических моделях, появлении новых экономических субъектов, наступлении форс-мажорных обстоятельств и т.п.

При изучении современных организованных рынков ценных бумаг метод моделирования, на взгляд автора, является оптимальным с точки зрения выявления логики и перспектив развития рынка, анализа его структуры, направлений взаимодействия участников, их взаимосвязей с другими рынками. Это позволяет формализовать системные связи между объектами, будь то ценные бумаги, участники рынка, регуляторы.

Под моделью организованного рынка ценных бумаг понимают совокупность институтов, инструментов и механизмов, обслуживающих выпуск и обращение ценных бумаг в соответствии с установленными правилами, т.е. обеспечивающих переход прав собственности на ценные бумаги и исполнение обязательств по ним.

Тип модели определяется в основном ролью и значением различных видов финансовых институтов в процессе перераспределения прав собственности на ценные бумаги. При этом изучаемые рынки классифицируются и по национальному признаку, это так называемые национальные модели рынка. Далее будут приведены наиболее распространенные виды моделей рынка ценных бумаг.

В первую очередь модели классифицируют в зависимости от возможности банков участвовать в фондовой торговле. В этом смысле выделяют банковскую, небанковскую и смешанную модели.

При банковской модели рынка кредитным учреждениям принадлежит главная роль в процессе

организации фондовой торговли на бирже. При этом банки не только размещают свои средства в ценные бумаги, но и являются андеррайтерами при размещении новых выпусков ценных бумаг.

Преимуществом банковской модели является стабильность на рынке, которая во многом зависит от уровня развития банковской системы страны. В качестве примера можно привести рынки ценных бумаг Германии, Швеции и Швейцарии, где основными участниками являются коммерческие банки.

На этих рынках банкам отводится ведущая роль. В частности, в Германии право размещать финансовые средства клиентов в инвестиционные активы имеют только банковские организации. Они оказывают услуги по хранению, распоряжению и залогоу ценных бумаг. На фондовой бирже коммерческие банки работают в качестве брокеров и дилеров. Коммерческие банки совершают сделки как для юридических, так и для физических лиц.

В названных странах фондовой торговлей занимаются и небанковские компании, однако масштабы их деятельности значительно меньше.

Основой банковской системы являются универсальные банки, являющиеся многофункциональными учреждениями, оперирующими в различных секторах финансового рынка. Развитие банковской системы привело к появлению в таких странах, как Италия, Испания, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Франция, Швеция, инвестиционных банков. Эти организации занимаются среднесрочным и долгосрочным кредитованием, реализацией специальных целевых проектов в области передовых технологий, государственных программ стабилизации экономики и социально-экономического развития, вложения в государственные и частные ценные бумаги, оказывают другие финансовые услуги.

Для небанковской модели рынка характерен запрет на участие коммерческих банков в фондовой торговле. Основными ее участниками являются брокеры и дилеры по ценным бумагам, а также инвестиционные банки. Инвестиционные банки аккумулируют долгосрочный капитал и предоставляют его путем выпуска и размещения акций, облигаций, других ценных бумаг. Помимо этого оказываются услуги долгосрочного кредитования, обслуживается эмиссионно-учредительская деятельность нефинансовых компаний. Инвестиционные банки принимают участие в капитале финансовых и нефинансовых компаний, в реструктуризации бизнеса посредством слияний и поглощений, в сделках

с недвижимостью, оказывают консалтинговые и депозитарно-кастодиальные услуги.

В современном мире существуют два вида инвестиционных банков. Первый вид осуществляет услуги, связанные исключительно с торговлей и размещением ценных бумаг, второй – с предоставлением среднесрочных и долгосрочных кредитов.

Инвестиционные банки первого вида распространены в Англии, Австралии, Канаде, США. Они не имеют права принимать вклады населения и формируют свои инвестиционные ресурсы за счет эмиссионной деятельности и привлечения кредитов других финансово-кредитных институтов. Такие инвестиционные банки являются андеррайтерами при организации первичного и вторичного обращения ценных бумаг своих клиентов, выступают гарантами эмиссий, оказывают посреднические услуги и кредитуют фондовые операции.

Как правило, инвестиционные банки являются активными участниками рынка слияний и поглощений, финансовыми консультантами по ценным бумагам. Их деятельность носит глобальный характер, что позволяет совершать масштабные сделки в различных регионах мира.

В США инвестиционные банки специализируются на организации выпуска, гарантировании размещения и торговле ценными бумагами, консультировании клиентов по различным финансовым вопросам и ориентируются при этом в основном на оптовые финансовые рынки.

В Великобритании инвестиционные банки – это неклиринговые организации, специализирующиеся на средне- и долгосрочных инвестициях в мелкие и средние компании.

В американской литературе инвестиционный банк определяется как финансовый посредник, специализирующийся на продаже и распространении новых выпусков ценных бумаг. Он покупает ценные бумаги у эмитента, рассматривая эту операцию как предоставление кредита или инвестиции, и берет на себя риск распространения их между конечными инвесторами.

В английской литературе инвестиционный банк рассматривается не как кредитное учреждение, а как финансовый консультант, который оказывает услуги компаниям в области слияний и поглощений, при выборе наилучших вариантов финансирования, а также организует выпуски ценных бумаг.

Возникли инвестиционные банки в США в конце XIX в. Это было связано с промышленной

революцией и необходимостью финансировать, привлекать ресурсы для реализации крупных проектов, например строительства железных дорог. В традиционном понимании инвестиционные банки появились после Великой депрессии. В 1933 г. в США был принят закон Гласса – Стигала, установивший разделение банковского дела и других финансовых услуг. Коммерческим банкам в части операций с ценными бумагами разрешалось только заниматься продажей новых выпусков государственных ценных бумаг, но запрещалось осуществлять андеррайтинг корпоративных эмиссий и оказывать брокерские услуги. С другой стороны, брокерско-дилерским компаниям и инвестиционным банкам было запрещено привлекать средства в депозиты и кредитовать клиентов.

Совсем еще недавно американское законодательство четко разделяло коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность. В последнее время различие между этими типами банковских структур постепенно исчезает. Сегодня коммерческие банки во многих странах предлагают все больше инвестиционных услуг, фактически монополизируя рынок, превращаясь в комплексные финансовые структуры. Со своей стороны государство ужесточает их регулирование, предъявляя повышенные требования.

Сохраняется региональное деление инвестиционных банков – на сегменты США, континентальной Европы, Великобритании, а также азиатский и латиноамериканский.

На американском рынке инвестиционные банки продолжают играть роль специализированных финансовых посредников. Регулирование их деятельности в Европе ужесточается, поэтому инвестиционная банковская активность начинает переходить в страны Азии и Латинской Америки, где активно развиваются региональные инвестиционные банки. Глобальная финансизация мировой экономики приводит к расширению предоставления инвестиционных банковских продуктов с высокой степенью сложности.

В качестве примера небанковской модели рынка можно привести рынки ценных бумаг Австралии, Великобритании, Канады, США. Эта модель характеризуется несколькими особенностями.

1. Основную массу инвестиционных ресурсов в экономику поставляет фондовый рынок.

2. Более значимым сегментом рынка ценных бумаг является рынок долевых ценных бумаг (акций),

в то время как долговые ценные бумаги (облигации) имеют подчиненное значение.

3. Среди участников рынка есть узкая специализация по функциям.

4. На фондовом рынке доминируют розничные инвесторы, государственные инвестиции незначительны по сравнению с ними. Вследствие этого собственность на акционерный капитал в значительной степени распылена, в акционерных компаниях распространена миноритарная модель корпоративного контроля.

5. Для этих рынков характерна инвестиционная открытость, они лишены ограничений на движение капиталов, конвертируемость валюты, на них открыт доступ иностранным эмитентам, инвесторам и финансовым посредникам.

Смешанная модель организованного рынка ценных бумаг имеет черты как банковской, так и небанковской моделей и характеризуется тем, что на фондовом рынке работают как специализированные профессиональные участники рынка, так и банковские учреждения. Такая модель сложилась в большинстве стран мира, в том числе и России.

По национальному признаку выделяют американскую, итальянскую, немецкую и другие модели. Все эти модели имеют специфику, которая определяется законодательством соответствующих стран и, как правило, имеет исторические корни.

В теории различают также модели рынка, объединяющие группы стран, например англо-саксонская, неоамериканская, техасская, рейнская, германо-японская, альпийская. Основным классификационным признаком таких моделей является отношение к определенной модели капитализма, сложившейся в той или иной стране. При этом капитал рассматривается современными исследователями в качестве среды, которая оказывает непосредственное воздействие на рынок ценных бумаг и в которой он функционирует. Модель капитализма определяет базовую модель рынка ценных бумаг.

Таким образом, состав участников и структура организованного рынка ценных бумаг не указывают прямо на принадлежность к определенной модели рынка. В данном случае значение имеет лишь роль организованного рынка ценных бумаг в инвестиционном процессе, а точнее, его способность генерировать капитал.

В работе «Национальные рынки ценных бумаг: теория и история развития» Б.М. Ческидов отмечает: «От того, насколько капитал, с одной

стороны, предоставляет национальным экономикам ресурс для функционирования и, с другой, способен к эффективному перемещению внутри и вне национальных рынков, напрямую зависят результат и темпы развития национальной экономики. Состояние среды характеризуется одновременно наличием ресурса самого по себе и способностью к его перемещению с наименьшими издержками. Соответственно, можно выделить модели абсолютно недостаточного, относительно недостаточного, достаточного и избыточного капитала. Эти модели, находящие свое проявление в конкретных страновых субмоделях, и являются базовыми (родовыми) моделями рынка ценных бумаг».

Понятие «достаточность капитала» рассматривается современной теорией рынка ценных бумаг как показатель соответствия имеющихся финансовых ресурсов уровню экономического развития страны и ее хозяйственным потребностям. При этом денежные ресурсы страны могут рассматриваться как достаточные, избыточные или дефицитные (относительно или абсолютно) с точки зрения обеспечения бесперебойного функционирования экономики.

Таким образом, различают четыре основные модели капитала: избыточного, достаточного, абсолютно и относительно недостаточного капитала. Они различаются происхождением, структурой, механизмом и характером функционирования, ролью в хозяйственном развитии. Масштабы распространения капитала, его избыточность, достаточность или, напротив, недостаточность являются характеристиками среды, в которой формируется и функционирует конкретный рынок ценных бумаг. Характеристика капитала, таким образом, определяет качественные параметры модели рынка.

Структура всех моделей рынка представлена общими элементами (институтами, инструментами, механизмами), функционирующими в среде капитала. При этом состояние среды различно в отдельных ее областях.

Особенности среды на каждом отдельно взятом рынке оказывают влияние на результаты ее взаимодействия с общими элементами модели. В результате, казалось бы, одинаковые элементы модели на каждом страновом рынке приобретают специфические формы, образуя различные структуры.

В разных моделях капитала доминируют разные элементы. Их анализ позволяет оценить состояние среды, по которому отдельные рынки классифи-

цируются в общности – модели. Оценка среды, в которой функционирует модель, дает возможность определить направления последующего развития.

На основе модели относительно недостаточного капитала сформирована германская субмодель рынка ценных бумаг. На базе модели абсолютно недостаточного капитала существуют итальянская и российская субмодели. Модель достаточного капитала является основой шведской и австралийской субмоделей; модель избыточного капитала – голландской, американской, английской, канадской и французской субмоделей.

Базовая *модель достаточного капитала* характеризуется тем, что все имеющиеся национальные инвестиционные ресурсы потребляются экономикой, и она не испытывает потребности в дополнительных иностранных инвестициях. Таким образом, отсутствует как потребность в увеличении объема инвестиционных ресурсов, так и возможность их увеличения. Национальная экономика потребляет максимально возможные для находящихся в ее распоряжении институтов, инструментов и механизмов объемы инвестиционного ресурса и не испытывает потребности в повышении объемов этой переработки. Таковой является скандинавская субмодель рынка ценных бумаг.

Базовая *модель избыточного капитала* формируется под воздействием целого ряда специфических факторов, прежде всего географических и политических. Они нашли отражение в особенностях средневекового землевладения стран, территории которых были защищены от вторжений с момента, предшествовавшего зарождению буржуазных отношений, вплоть до начала XX в. Выгодное географическое положение позволяло таким странам, как США, не наращивать военных расходов, направляя инвестиционные ресурсы в потребительский сектор экономики.

При избыточном капитале производство не может потребить все имеющиеся национальные инвестиционные ресурсы, поэтому значительная их часть направляется в накопление. Производство, разумеется, не нуждается в дополнительных иностранных инвестициях. Благодаря этому со временем экономика США перешла к экспорту инвестиций, сохраняя способность произвести или привлечь любые инвестиционные ресурсы.

Аналогичными характеристиками обладают и субмодели британского и канадского рынков ценных бумаг.

Базовая *модель относительно недостаточного капитала* характеризуется тем, что при полном потреблении всех имеющихся национальных инвестиционных ресурсов национальное производство нуждается в дополнительных иностранных инвестициях. Проблема нехватки ресурса разрешается различными способами, прежде всего его мобилизацией.

Все рассмотренные выше модели рынка ценных бумаг не пригодны для заимствований при построении российского рынка. Модель российского рынка ценных бумаг относится к базовой *модели абсолютно недостаточного капитала*. Она характеризуется неспособностью национального производства эффективно потребить все имеющиеся национальные инвестиционные ресурсы и тем более – дополнительные иностранные инвестиции. Таким образом, экономика не может эффективно распределять инвестиции.

Подобного рода модель абсолютно недостаточного капитала сложилась также в Италии, на Украине, опыт которых следует учитывать при развитии рынка ценных бумаг в Российской Федерации. В отечественной модели фондового рынка ему отводится незначительная роль в организации инвестиций. Это связано с высоким уровнем издержек по обеспечению инвестиционного процесса, который затрудняет динамичное развитие экономики в целом. Поэтому простое количественное увеличение притока капитала не решит этой проблемы.

Революционный характер развития рынка ценных бумаг, в частности искусственное создание отдельных его элементов, приводит к тому, что они либо трансформируются в соответствии с уровнем развития российской экономики, выполняя изначально не свойственные им функции, либо способствуют опережающему развитию рынков ценных бумаг по сравнению с общим уровнем развития финансового рынка в целом. Это приводит к кризисам в экономике.

Помимо рассмотренной выше типологизации моделей в зависимости от уровня достаточности капитала наиболее распространенной сегодня классификацией рынков ценных бумаг является их разделение на англо-саксонскую и европейско-континентальную модели. Этот подход универсален, так как учитывает и уровень достаточности капитала на рынке, и форму участия банков в фондовой торговле (или отсутствие этого участия), и национальные особенности развития. Например, англо-саксонская

модель (биржевая) характеризуется большей значимостью рынка капиталов в финансовом секторе, нежели чем банков, аутсайдерским типом корпоративного управления.

Европейско-континентальная (германская), или банковская, модель характеризуется доминированием кредитных учреждений и совершением операций в основном с государственными ценными бумагами, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией.

В качестве источника инвестиций в англо-саксонской модели рынка выступает фондовый рынок, причем в основном рынок акций. Рынок облигаций имеет подчиненное значение. В европейско-континентальной модели основным источником инвестиций выступает банковская система, а рынок акций, напротив, имеет подчиненное значение.

Основными инструментами фондового рынка в англо-саксонской модели выступают акции, в европейско-континентальной – облигации.

Основными участниками организованного рынка ценных бумаг англо-саксонской модели являются розничные инвесторы и институты коллективного инвестирования. Банковская система представлена специализированными банками, в том числе инвестиционными.

Ключевыми участниками организованного рынка ценных бумаг европейско-континентальной модели являются государство, банки и крупные корпорации, владельцами контрольных пакетов акций которых являются банки. Банковская система представлена универсальными банками.

По-разному складывается система государственного регулирования рынка. Так, в англо-саксонской модели налицо достаточно сильный государственный контроль в интересах бизнеса и минимизации рисков. В европейско-континентальной модели степень государственного контроля выше.

Структура финансового рынка в англо-саксонской модели является диверсифицированной, в европейско-континентальной – не диверсифицированной.

Англо-саксонская модель рынка ценных бумаг сложилась в таких странах, как США, Великобритания, Канада; европейско-континентальная – в Германии и Франции.

Смешанная модель сочетает в себе черты англо-саксонской и европейско-континентальной моделей, что в первую очередь выражается в активных дей-

ствиях как банковских, так и небанковских организаций на рынке ценных бумаг. Смешанная модель свойственна таким странам, как Россия и Япония.

Модель организованного рынка ценных бумаг во многом определяется размерами и степенью свободы перемещения капитала. Чем больше размер накопленного в стране инвестиционного капитала, который есть в распоряжении хозяйствующих субъектов экономики, тем шире масштабы его применения в инвестиционной сфере.

Немаловажным фактором также являются условия, в которых функционирует капитал. Чем благоприятнее инвестиционный климат в стране, тем больше вклад капитала в ее хозяйственное развитие.

При оценке инвестиционного климата исследуются следующие характеристики:

- законодательные условия для иностранных и национальных инвесторов;
- возможность вывоза капитала;
- устойчивость национальной валюты;
- политическая ситуация;
- уровень инфляции;
- возможности использования национального капитала;
- тип экономической системы;
- макроэкономические показатели;
- обеспеченность природными ресурсами;
- состояние инфраструктуры;
- условия развития внешней торговли;
- участие государства в экономике;
- близость страны к мировым экономическим преобразованиям;
- демократические традиции;
- состояние и перспективы проводимых реформ;
- качество трудовых ресурсов;
- экономическая эффективность инвестиций;
- деловая жизнеспособность;
- потенциал развития территории и основные составляющие налоговой политики.

Развитие организованного рынка ценных бумаг как части инвестиционного рынка, рынка капитала требует комплекса законов, регулирующих рынок и обеспечивающих:

- определенные гарантии сохранения капитала;
- стабильную политическую, социальную и экономическую ситуацию в стране;
- взаимодействие странового рынка ценных бумаг и его институтов с международным рынком и иностранными институтами.

Такие требования возникают в связи с развитием процессов глобализации финансовых рынков. При этом глобализация неоднозначно сказывается на экономике различных стран в зависимости от уровня их развития. Так, на не развитые с экономической точки зрения страны глобализация, безусловно, оказывает негативное воздействие, поскольку интеграция национальных рынков сопровождается поглощением слабых рынков более сильными. Это приводит также к вытеснению национальных участников с рынка более опытными и крупными участниками из более развитых стран.

Таким образом, большая масса инвестиционных ресурсов является главным конкурентным преимуществом в конкурентной борьбе за сферы применения капитала. Положительным результатом этой борьбы, однако, является рост значимости организованных рынков ценных бумаг на финансовых рынках в целом. Именно на этих рынках разворачиваются основные события в сфере перераспределения мировых инвестиционных ресурсов.

Современные исследователи рынков ценных бумаг предлагают новые подходы к определению модели рынка ценных бумаг. Например, А.С. Меньшова предлагает выделить две модели фондового рынка в зависимости от особенностей проводимой государственной политики: открытую и национальную.

Первая модель формируется при либеральной политике правительства, направленной на повышение эффективности привлечения инвестиций, и отказе от ведущей роли национального фондового рынка. Вторая модель формируется, если государство проводит политику протекционизма по отношению к национальной фондовой инфраструктуре.

Под национальной моделью фондового рынка А.С. Меньшова подразумевает рынок, где «национальные и иностранные инвесторы совершают операции с ценными бумагами национальных эмитентов и деривативами на них при помощи национальных фондовых посредников и национальной инфраструктуры».

На этом рынке операции с ценными бумагами иностранных эмитентов осуществляются также при помощи национальных фондовых посредников и инфраструктуры. При этом участники рынков данной модели занимают подчиненное положение по отношению к национальному режиму государства, на фондовом рынке которого они осуществляют свою деятельность. Государство там, как правило, налагает ограничения на возможности националь-

ных участников (эмитентов и инвесторов) осуществлять деятельность на международных рынках капитала, а также на возможность иностранной инфраструктуры фондового рынка действовать на национальном рынке.

Национальная модель рынка ценных бумаг сложилась в таких странах, как Российская Федерация, Южная Корея, Япония середины XX в.

Открытая модель фондового рынка – это модель, при которой на рынке отсутствуют ограничения на возможности национальных участников действовать на международных рынках капитала и, как правило, не ограничен доступ зарубежных участников на национальный фондовый рынок. Такая модель рынка сложилась в государствах Европейского союза, США, Канаде.

Сегодня есть возможность делать выводы относительно сравнительной эффективности двух последних моделей для развивающихся экономик. В странах с открытой моделью фондового рынка развитие национальной инфраструктуры проходит более высокими темпами, нежели в странах с национальной моделью фондового рынка.

Однако негативными последствиями либерализации фондового рынка в развивающихся экономиках могут являться сокращение количества и объемов торговли обращающимися инструментами, снижение капитализации рынка акций национальных эмитентов и т.д.

Общей тенденцией для этой группы стран является рост капитализации рынка акций, однако в экономиках с открытой моделью фондового рынка абсолютное значение данного показателя значительно выше (в среднем 84%), чем в экономиках с национальной моделью фондового рынка (в среднем 31%).

Аналогично динамика соотношения объемов торговли акциями и ВВП в государствах с открытой моделью фондового рынка превышает соответствующий показатель в государствах с национальной моделью и имеет большую тенденцию к росту. Общее число первичных публичных размещений, осуществляемых на национальных фондовых биржах, в развивающихся экономиках с открытой моделью фондового рынка (Китай, Индия, Бразилия) в несколько раз превышает соответствующие показатели в экономиках стран с национальной моделью фондового рынка.

Таким образом, при исследовании организованных рынков ценных бумаг выделяют различные

модели, характеристика которых определяет их значимость в инвестиционной сфере экономики, тенденции и специфику развития рынка в разных странах.

Изучение особенностей тех или иных моделей позволяет определить внутренние взаимосвязи участников рынка и разработать эффективные мероприятия по его регулированию. Основными критериями типологизации организованных рынков являются:

- 1) участие (неучастие) банков в фондовой торговле;
- 2) национальная принадлежность;
- 3) отношение к определенной модели капитала, достаточность капитала;
- 4) особенности проводимой государственной политики.

Существуют два основных типа организованных рынков ценных бумаг: европейско-континентальный и англо-саксонский. В их рамках формируются банковские и небанковские, открытые и закрытые (национальные) модели рынка. Сегодня широко распространена смешанная модель рынка ценных бумаг, которая может в той или иной степени тяготеть либо к европейско-континентальному, либо к англо-саксонскому типу.

В рамках этих типов модели подразделяются на виды, или субмодели. Субмодель избыточного капитала сформирована в Голландии, Франции (европейско-континентальная модель), в США, Великобритании, Канаде (англо-саксонская модель). Субмодель достаточного капитала сформирована в Швеции (европейско-континентальная модель) и в Австралии (англо-саксонская модель). Субмодель относительно недостаточного капитала сформирована в Германии (европейско-континентальная модель). Субмодель абсолютно недостаточного капитала сформирована в Российской Федерации, Италии и Украине (смешанная модель).

Такой критерий, как достаточность капитала, является основным фактором, определяющим значение рынка ценных бумаг в развитии инвестиционной сферы экономики. Чем выше уровень свободного капитала в стране, тем большую роль играет организованный рынок ценных бумаг в аккумуляции свободных финансовых ресурсов и их эффективном перераспределении между различными отраслями и сферами экономики.

Как правило, в странах с избыточным и достаточным капиталом инвестиционная грамотность населения в целом выше, чем в странах с относитель-

но и абсолютно недостаточным капиталом. Система государственного регулирования организованных рынков в таких странах дополнена действенным механизмом саморегулирования, в то время как в таких странах, как Российская Федерация, саморегулирование носит скорее формальный характер.

В последние два года в области регулирования организованного рынка ценных бумаг России произошли существенные изменения: функции независимого мегарегулятора Федеральной службы по финансовым рынкам перешли к Центральному банку РФ, пересматривается законодательная база.

Из года в год сокращается численность профессиональных участников российского организованного рынка ценных бумаг. Так, в 2005 г. их насчитывалось 1 634, в 2010 г. – 1 520, в 2013 г. – 1 209. Резкое сокращение началось в период кризиса 2008 г. До 2011 г. численность профессиональных участников рынка сокращалась в среднем на 9,5% в год, в 2013 г. – на 4%. Тем не менее тенденция сохраняется.

Число брокеров, дилеров и доверительных управляющих на рынке ценных бумаг сократилось к началу 2014 г. по отношению к концу 2009 г. на 33–34%. Это произошло в том числе из-за повышения требований к минимальному размеру собственных средств профессиональных участников. С 1 июля 2010 г. этот показатель составил 35 млн руб. С 1 июля 2011 г. он должен был вырасти до 50 млн руб. Последний норматив введен не был.

С 1 сентября 2014 г. требования к минимальному размеру собственных средств были закреплены на прежнем уровне для брокеров, имеющих право использовать в своих интересах денежные средства клиентов и (или) совершать сделки с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами за счет клиентов без привлечения другого брокера. Если брокер является членом саморегулируемой организации, минимальный размер собственных средств должен составлять не менее 15 млн руб. Однако даже эти требования существенно превышают аналогичный норматив для брокеров в Европейском союзе. Там минимальный размер собственных средств должен составлять 125 тыс. евро (6,9 млн руб. по курсу на 22 ноября 2014 г.).

Таким образом, современные требования к минимальному размеру собственных средств российских профучастников в несколько раз превосходят аналогичные требования, предъявляемые к участникам зарубежных рынков ценных бумаг.

На взгляд автора, изменения, происходящие на современном организованном рынке ценных бумаг Российской Федерации, позволяют говорить о постепенной смене модели отечественного рынка ценных бумаг. Так, в 1990-е гг. при формировании отечественного рынка ориентировались на англосаксонскую модель. Однако попытки сформировать широкий класс частных инвесторов, провести широкое акционирование во всех отраслях не принесли ощутимых результатов.

Причины неудачи при решении этих задач кроются в отсутствии финансовой грамотности у населения, нехватки свободных капиталов в стране, недостаточности (на тот момент) законодательной базы. Негативное влияние оказала также нестабильная (порой кризисная) финансово-экономическая ситуация в стране.

Таким образом, попытки внедрить в России самую эффективную модель организованного рынка ценных бумаг не увенчались успехом. Сейчас наметился явный крен в сторону европейско-континентальной модели рынка ценных бумаг, которая, безусловно, имеет свои преимущества. Ее основными чертами являются:

- низкая доля долевого (акционерного) финансирования по отношению к доле долгового финансирования (облигационного);
- незначительная роль сектора коммерческих бумаг;
- главная роль коммерческих банков в инвестиционной сфере;
- распространение финансово-промышленных холдингов, в которых банки присутствуют прежде всего в качестве акционеров промышленных компаний.

Успехи дальнейшего развития отечественного организованного рынка ценных бумаг и его вклад в экономический рост страны во многом будут зависеть от государственной политики в области регулирования инвестиционных рынков, от способности федерального правительства предотвратить бегство капиталов из страны в нынешних неблагоприятных финансово-экономических условиях.

В связи с этим представляется необходимым при разработке программ развития российского организованного рынка ценных бумаг учесть опыт, накопленный странами с европейско-континентальной моделью как в области регулирования рынка, так и в сфере корпоративного контроля над компаниями.

Список литературы

1. Банк России снижает требования к минимальному капиталу брокеров, входящих в саморегулируемые организации. URL: <http://www.finam.ru/analysis/newsitem/bank-rossii-snizhaet-trebovaniya-k-minimalnomu-kapitulu-brokerov-vxodyashix-v-samoreguliruemye-organizacii-20140827-1829>.
2. *Галанов В.А.* Международный финансовый рынок: учеб. пособие. М.: Магистр, 2011. 368 с.
3. *Галанов В.А.* Проблемы фондового рынка. М.: РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2013. 104 с.
4. *Должникова Л., Родзинский Ю.* Европейский валютный союз и европейский рынок ценных бумаг. URL: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=788>.
5. *Жуков Е.Ф.* Рынок ценных бумаг: учебник. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Юнити-Дана, 2007. 567 с.
6. Информация Росстата. URL: http://www.gks.ru/bgd/regl/b12_51/Isswww.exe/stg/06-04/html.
7. История философии и философское просвещение. URL: http://www.kph.npu.edu.ua/e-book/tpft/data/WOLG_978546900855.html.
8. *Кочетков Г.Б.* Национальные модели управления и использование зарубежного опыта // США и Канада. 2001. № 12. С. 73–87.
9. *Ляхно Ю.В.* Анализ интеграции российского рынка ценных бумаг с рынками стран БРИКС // Финансы и кредит. 2014. № 33. С. 31–42.
10. *Маковецкий М.Ю.* Инвестиционное обеспечение экономического роста: теоретические проблемы, финансовые инструменты, тенденции развития. М.: АНК ИЛ. 2005. 312 с.
11. *Малкина М.Ю.* Особенности глобализации рынков капитала на современном этапе // Финансы и кредит. 2012. № 19. С. 2–10.
12. *Меньшова А.С.* Влияние глобализации на развитие национальных рынков ценных бумаг в рамках «открытой» и «национальной» моделей фондового рынка // Финансы и кредит. 2012. № 11. С. 56.
13. *Миркин Я.М.* 30 тезисов. Ключевые идеи развития фондового рынка. URL: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=1228>.
14. Понятие и виды рынка ценных бумаг. URL: http://edu.dvgups.ru/METDOC/EKMEN/FK/R_TH_B/METHOD/USH_P/frame/1.htm#1.4.
15. *Прянишникова М.В.* Развитие биржевого рынка ценных бумаг в Российской Федерации. ССЭИ РЭУ им. Г.В. Плеханова. Саратов, 2014. 232 с.
16. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную

перспективу (до 2020 года). URL: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>.

17. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002. 448 с.

18. Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансовая академия, 2000. 440 с.

19. Рынок ценных бумаг Великобритании. URL: <http://forexsystems.ru/vsyo-o-fondovyh-rynkah-i-investorah/72229-rynok-cennyh-bumag-melikobritanii.html>.

20. Слепов В.А., Звонарева Е.А. Международный финансовый рынок: учеб. пособие. М.: Магистр, 2011. С. 223–224.

21. Сребник Б.В. Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: учеб. пособие. М.: Инфра-М, 2013. 366 с.

22. Участники финансового рынка в цифрах (обзор рынка). URL: <http://idekart.ru/articles/30675>.

23. Фетисов Г. К созданию контрциклической системы регулирования глобального финансового рынка // Российский экономический журнал. 2012. № 4. С. 72–73

24. Хмыз О.В., Рыбкин Ф.О. Инвестиционные банки на международных финансовых рынках // Финансы. 2014. № 2. С. 64–68.

25. Ческидов Б.М. Национальные рынки ценных бумаг: теория и история развития. URL: <http://www.disscat.com/content/natsionalnye-rynki-tsennykh-bumag-teoriya-i-istoriya-razvitiya>.

26. Ширяев В.И. Модели финансовых рынков: оптимальные портфели, управление финансами и рисками. М.: КомКнига, 2007. 216 с.

Financial analytics: science and experience

ISSN 2311-8768 (Online)

ISSN 2073-4484 (Print)

Financial market

MAIN APPROACHES TO CLASSIFICATION OF THE ORGANIZED SECURITIES MARKETS

Mariya V. PRYANISHNIKOVA

Abstract

Importance The bulk of operations with securities is carried out in the organized markets which functioning is defined by a basic market model of securities. Each of the market models has the advantages and shortcomings, the study of which allows developing recommendations about the market improvement within a certain model. This development assumes relevance in the conditions of the country's unstable financial and economic situation.

Objectives The goals of research consist in identifying the main types of the modern organized securities markets, in considering a structure of different types of organized securities markets, their structure in terms of trading participants and types of the traded securities, and the basic elements of regulation of the organized markets. An analysis of modern approaches to securities markets classification allows to formulate criteria of their classification and to define the most effective measures for their regulation.

Methods For the research, I used the following scientific methods: a general-logical method (analysis,

synthesis, analogy), theoretical method (abstraction, generalization, historical method, system approach), and the empirical methods (observation, description, and comparison). I am proving the need of studying the modern market models of securities, offering the definition of the concept of market model of securities, and systematizing various approaches to classification of modern organized securities markets. I also clarify the Anglo-Saxon and European-continental models, bank and non-bank market models, and also the mixed model: models of the markets with excess, sufficient, absolutely insufficient and rather insufficient capital; open and national market models. The paper provides characteristic of the concept of sufficiency of the capital in research, and also it reveals its essence. The article considers also the value of sufficiency level of the capital for formation of various models of organized securities market. While considering a non-banking market model of securities, I reveal the essence of investment banking.

Results The efficiency of functioning of the organized markets, their contribution to economic development

of the country depends on their structure, opportunities of participants, sufficiency of capital and many other factors.

Conclusions and Relevance The importance of research lies in the assessment of comparative efficiency of different market models. The paper shows the role and value of securities market in the organization of investment processes at different market models, considers changes in the sphere of regulation of the Russian securities market and their influence on numerical composition of the market's professional participants, and also reveals the qualitative characteristics of a domestic model of organized securities market.

Keywords: capital sufficiency, investment bank, model, organized securities market, market structure

References

1. *Bank Rossii snizhaet trebovaniya k minimal'nomu kapitalu brokerov, vkhodyashchikh v samoreguliruemye organizatsii* [The Bank of Russia lowers the minimum capital requirements for brokers – members of self-regulatory organizations]. Available at: <http://finam.ru/analysis/newsitem/bank-rossii-snizhaet-trebovaniya-k-minimalnomu-kapitalu-brokerov-vxodyashix-v-samoreguliruemye-organizacii-20140827-1829>. (In Russ.)

2. Galanov V.A. *Mezhdunarodnyi finansovyi rynek: ucheb. posobie* [International financial market: a textbook]. Moscow, Magistr Publ., 2011, 368 p.

3. Galanov V.A. *Problemy fondovogo rynka* [Stock market problems]. Moscow, Plekhanov Russian University of Economics Publ., 2013, 104 p.

4. Dolzhnikova L., Rodzinskii Yu. *Evropeiskii valyutnyi soyuz i evropeiskii rynek tsennykh bumag* [European currency union and European securities market]. Available at: <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=788>. (In Russ.)

5. Zhukov E.F. *Rynek tsennykh bumag: uchebnik* [Securities market: a textbook]. Moscow, YUNITI-DANA Publ., 2007, 567 p.

6. *Informatsiya Rosstata* [The Rosstat information]. Available at: http://www.gks.ru/bgd/regl/b12_51/Isswww.exe/stg/06-04/html. (In Russ.)

7. *Istoriya filosofii i filosofskoe prosveshchenie* [History of philosophy and philosophical education]. Available at: http://www.kph.npu.edu.ua/e-book/tpft/data/WOLG_978546900855.html. (In Ukr.)

8. Kochetkov G.B. *Natsional'nye modeli upravleniya i ispol'zovanie zarubezhnogo opyta*

[National management models and the use of foreign experience]. *SShA i Kanada = USA and Canada*, 2001, no. 12, pp. 73–87.

9. Lakhno Yu.V. *Analiz integratsii rossiiskogo rynka tsennykh bumag s rynkami stran BRIKS* [An analysis of the Russian securities market integration with the BRICS countries' markets]. *Finansy i kredit = Finance and credit*, 2014, no. 33, pp. 31–42.

10. Makovetskii M.Yu. *Investitsionnoe obespechenie ekonomicheskogo rosta: teoreticheskie problemy, finansovye instrumenty, tendentsii razvitiya* [Investment support for economic growth: theoretical problems, financial instruments, and development trends]. Moscow, ANKIL Publ., 2005, 312 p.

11. Malkina M.Yu. *Osobennosti globalizatsii rynkov kapitala na sovremennom etape* [Features of capital markets globalization at the present stage]. *Finansy i kredit = Finance and credit*, 2012, no. 19, pp. 2–10.

12. Men'shova A.S. *Vliyanie globalizatsii na razvitie natsional'nykh rynkov tsennykh bumag v ramkakh "otkrytoi" i "natsional'noi" modelei fondovogo rynka* [Globalization's impact on the development of national securities markets within the "open" and "national" models of stock market]. *Finansy i kredit = Finance and credit*, 2012, no. 11, p. 56.

13. Mirkin Ya.M. *30 tezisov. Klyuchevye idei razvitiya fondovogo rynka* [30 theses. Key ideas of the stock market development]. Available at: <http://www.old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=1228>. (In Russ.)

14. *Ponyatie i vidy rynka tsennykh bumag* [Concept and the types of securities market]. Available at: http://edu.dvgups.ru/METDOC/EKMEN/FK/R_TH_B/METHOD/USH_P/frame/1.htm#1.4. (In Russ.)

15. Pryanishnikova M.V. *Razvitie birzhevego rynka tsennykh bumag v Rossiiskoi Federatsii* [Development of the stock exchange securities market in the Russian Federation]. Saratov, SSEI, Plekhanov Russian University of Economics Publ., 2014, 232 p.

16. *Rossiiskii fondovyi rynek i sozdanie mezhdunarodnogo finansovogo tsentra. Ideal'naya model' fondovogo rynka Rossii na dolgosrochnuyu perspektivu (do 2020 goda)* [Russian stock market and the creation of an international financial center. An ideal model of Russia's stock market over the long-run (till 2020)]. Available at: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf>. (In Russ.)

17. Rubtsov B.B. *Mirovye rynki tsennykh bumag* [Global securities markets]. Moscow, Ekzamen Publ., 2002, 448 p.

18. Rubtsov B.B. *Mirovye fondovye rynki: sovremennoe sostoyanie i zakonmernosti razvitiya* [World stock markets: the current state and law of development]. Moscow, Financial Academy Publ., 2000, 440 p.
19. *Rynok tsennykh bumag Velikobritanii* [The UK securities market]. Available at: <http://forexsystems.ru/vsyo-o-fondovyh-rynkah-i-investorah/72229-rynok-cennyh-bumag-melikobritanii.html>. (In Russ.)
20. Slepov V.A., Zvonareva E.A. *Mezhdunarodnyi finansovyi rynek: ucheb. posobie* [International financial market: a textbook]. Moscow, Magistr Publ., 2011, pp. 223–224.
21. Srebnik B.V. *Finansovye rynki: professional'naya deyatel'nost' na rynke tsennykh bumag: ucheb. posobie* [Financial markets: professional activity on securities market: a textbook]. Moscow, INFRA-M Publ., 2013, 366 p.
22. *Uchastniki finansovogo rynka v tsifrakh (obzor rynka)* [The financial market participants in figures (a market overview)]. Available at: <http://idekart.ru/articles/30675>. (In Russ.)
23. Fetisov G. K sozdaniyu kontrtsiklichnoi sistemy regulirovaniya global'nogo finansovogo rynka [On creation of a counter-cyclic system of the global financial market regulation]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal = Russian economic journal*, 2012, no. 4, pp. 72–73.
24. Khmyz O.V., Rybkin F.O. Investitsionnye banki na mezhdunarodnykh finansovykh rynkakh [Investment banks in the international financial markets]. *Finansy = Finance*, 2014, no. 2, pp. 64–68.
25. Cheskidov B.M. *Natsional'nye rynki tsennykh bumag: teoriya i istoriya razvitiya* [National securities markets: theory and history of development]. Available at: <http://www.dissercat.com/content/natsionalnye-rynki-tsennykh-bumag-teoriya-i-istoriya-razvitiya>. (In Russ.)
26. Shiryaev V.I. *Modeli finansovykh rynkov: optimal'nye portfeli, upravlenie finansami i riskami* [Financial market models: optimum portfolios, finance management and risk management]. Moscow, KomKniga Publ., 2007, 216 p.

Mariya V. PRYANISHNIKOVA

Saratov Social and Economic Institute,
Plekhanov Russian University of Economics,
Saratov, Russian Federation
marprya@mail.ru