

## ИНСТИТУТЫ И ИНСТРУМЕНТЫ ФОРМИРУЮЩЕГОСЯ ФИНАНСОВОГО РЫНКА\*

Надежда Алексеевна ЛЬВОВА<sup>а\*</sup>, Иван Александрович ДАРУШИН<sup>б</sup>

<sup>а</sup> доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры теории кредита и финансового менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация  
n.lvova@spbu.ru  
<http://orcid.org/0000-0002-9467-2785>  
SPIN-код: 3081-2887

<sup>б</sup> кандидат экономических наук, доцент кафедры теории кредита и финансового менеджмента, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация  
i.darushin@spbu.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-5246-3056>  
SPIN-код: 9806-8834

\* Ответственный автор

**История статьи:**

Получена 25.10.2018  
Получена в доработанном виде 08.11.2018  
Одобрена 22.11.2018  
Доступна онлайн 28.02.2019

УДК 336.011

JEL: G00, G10, G20

**Ключевые слова:**

финансовый рынок,  
финансовая система,  
финансовые услуги,  
финансовые институты,  
финансовые инструменты

**Аннотация**

**Предмет.** Феномен формирующегося финансового рынка, который исследуется в рамках научных представлений о функционировании современных финансовых систем и методических подходов к оценке финансового развития. Категория формирующегося рынка имеет неоднозначное содержательное наполнение и требует уточнения.  
**Методология.** Использовались общенаучные методы.

**Цели.** Раскрыть содержание формирующегося финансового рынка во взаимосвязи с категорией «формирующаяся финансовая система»; выявить признаки, характерные для формирующихся финансовых систем (стран с формирующимся финансовым рынком); проанализировать критерии оценки уровня финансового развития; с учетом результатов анализа сформулировать институциональные и инструментальные признаки формирующегося финансового рынка.

**Результаты.** К функциональным и институциональным признакам формирующейся финансовой системы относятся: высокий потенциал финансового развития, повышенная финансовая хрупкость, функционирование в условиях низкого или среднего уровня национального благосостояния, достаточный уровень либерализации. Выявлены основные институциональные признаки формирующегося финансового рынка: средний уровень информационной прозрачности, повышенный страновой риск, умеренный уровень операционной эффективности.

**Выводы.** Формирующийся финансовый рынок является частью формирующейся финансовой системы, поэтому его исследование целесообразно проводить в данном контексте. Существующие подходы к оценке уровня развития финансового рынка не в полной мере учитывают институциональные и инструментальные особенности его функционирования. Для формирующихся финансовых рынков наиболее важными признаками являются наличие и достаточный уровень развития рынка долевого и долговых инструментов, а также валютного рынка.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2018

**Для цитирования:** Львова Н.А., Дарушин И.А. Институты и инструменты формирующегося финансового рынка // *Финансы и кредит*. — 2019. — Т. 25, № 2. — С. 248 — 262.  
<https://doi.org/10.24891/fc.25.2.248>

**Введение**

Термин «формирующийся рынок» (англ. — *emerging market*) введен в профессиональный

и научный оборот в начале 1980-х гг. [1]. Изначально он применялся для обозначения инвестиционно-привлекательных стран развивающегося мира [1], но постепенно стал приобретать более широкий смысл, включая социальные, технологические и

\* Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта № 18-010-00085.

экономические составляющие [2]. Всплеск интереса к формирующимся рынкам пришелся на период выхода из Глобальной рецессии. Вопреки оптимистичным ожиданиям, формирующиеся рынки упали вместе с развитыми, пострадав больше, чем страны с низкими доходами [3]. Стало очевидно, что в краткосрочном периоде сохраняется значительная зависимость формирующихся рынков от экономической конъюнктуры развитых стран и, более того, усиливается «циклическая взаимосвязь» [4]. В настоящее время дискуссия о специфике и перспективах формирующихся рынков по-прежнему актуальна, в особенности, в свете неоднозначных тенденций размещения капитала [5] и эффекта бегства инвестиций «в качество»<sup>1</sup>.

Вызовы глобальной экономики возвращают нас к определяющему понятию инвестиционной привлекательности стран, которая, однако, может оцениваться в системе управления разными инвестициями (реальными и финансовыми, прямыми и портфельными и т.д.). Таким образом, категория формирующегося рынка получает неоднозначное содержательное наполнение и, следовательно, требует уточнения. В рамках данного исследования мы обращаемся к такому аспекту этой задачи, как систематизация теоретических представлений о формирующемся финансовом рынке (emerging financial market), рассматривая его как один из видов формирующегося рынка. В целях исследования мы раскрываем содержание формирующегося финансового рынка во взаимосвязи с категорией «формирующаяся финансовая система» (1-й раздел), выявляем признаки, характерные для формирующихся финансовых систем («стран с формирующимся финансовым рынком») (2-й раздел), анализируем критерии оценки уровня финансового развития (3-й раздел), с учетом результатов анализа

<sup>1</sup> Stiglitz J., Rashid H. Closing the Capital Drain from Emerging Markets. *The Guardian*, 19 Feb. 2016. URL: <https://www.theguardian.com/business/2016/feb/19/closing-capital-drain-emerging-markets-joseph-stiglitz>. О бегстве инвесторов «в качество», которое наблюдается в отношении формирующихся рынков в 2018 г. См. также: Клецев С.Б. Утренний комментарий: тенденция бегства в качество сохраняется. URL: [https://broker.vtb.ru/analytics/stock/comments/art\\_detail/1100048/](https://broker.vtb.ru/analytics/stock/comments/art_detail/1100048/)

формулируем институциональные и инструментальные признаки формирующегося финансового рынка (4-й раздел).

Отправной точкой исследования является допущение о том, что не каждая страна с формирующимся рынком обладает формирующимся финансовым рынком. Так, в первую группу включается примерно 80 стран, тогда как во вторую — обычно не более 25 [6]. Допущение о том, что страны с формирующимся финансовым рынком составляют отдельную самостоятельную группу, объединенную признаками формирующихся финансовых систем, далеко не всегда прослеживается в литературе, даже если речь идет о финансовых исследованиях<sup>2</sup>. Как правило, данное допущение принимается в инвестиционном анализе и в наиболее явном виде сформулировано в методиках формирования глобальных фондовых индексов. На наш взгляд, классификации стран по уровню развития финансового рынка (country classifications), которые применяются при составлении глобальных фондовых индексов такими институтами финансовой информации, как MSCI, FTSE Russel, S&P Dow Jones Indices, Bloomberg и др., заслуживают более пристального научного внимания, что позволяет внести вклад в актуальную дискуссию об институтах и инструментах формирующегося финансового рынка.

### **Формирующийся финансовый рынок в системе представлений о функционировании финансовых систем**

Методические подходы к оценке развития финансовых рынков корреспондируют с особенностями макрофинансового анализа. Важнейшим источником его методологии является Система национальных счетов (SNA 2008)<sup>3</sup>, раскрывающая основополагающие

<sup>2</sup> Показательным является серия исследований [7], в которой обобщающие выводы по особенностям денежно-кредитной политики формируются по результатам анализа таких стран, как ЮАР, Китай, Индия, Бразилия и в то же время, к примеру, Сербия и Гана.

<sup>3</sup> System of National Accounts 2008 (SNA 2008). NY.: United Nations, European Commission, International Monetary Fund, Organisation for Economic Cooperation and Development, and World Bank, 2009. URL: <https://unstats.un.org/unsd/nationalaccounts/docs/SNA2008.pdf>

вопросы, без понимания которых, с нашей точки зрения, невозможно корректное осмысление и восполнение теоретических аспектов проблематики. Это касается в первую очередь определений институциональной единицы, финансовых услуг, финансовой корпорации и сектора финансовых корпораций. К примеру, обратим внимание на то, что в анализе национальных финансовых рынков уместно говорить о странах, территория которых не обязательно будет совпадать с территориальным устройством государств. Так, отдельными формирующимися финансовыми рынками будут выступать материковый Китай и Тайвань, тогда как Гонконг классифицируется как развитый, а все вместе они входят в состав Китайской Народной Республики.

Также показательно, что оценка уровня развития финансового рынка обычно не ограничивается лишь одним видом финансовых услуг или одной группой финансовых институтов. Даже в методиках, сконцентрированных на оценке вспомогательной финансовой деятельности, так или иначе предусмотрены индикаторы финансовой доступности и стабильности, которые релевантны для всего сектора финансовых корпораций (например, методики страновых классификаций FTSE Russel, S&P Dow Jones Indices). Однако используемые в данном случае методические подходы имеют свою утилитарную специфику и зачастую характеризуются фрагментарностью, что как раз и не позволяет выявить содержание формирующегося финансового рынка, которое в достаточной мере соответствовало бы принципам макрофинансового анализа. Таким образом, мы считаем, что основу теоретических представлений о содержании и особенностях формирующегося финансового рынка должны составлять те принципы, которые применяются в международной финансовой статистике.

Во-первых, это позволит избежать коллизий с трактовкой базовых категорий.

Во-вторых, обеспечит предпосылки обоснования признаков формирующегося

финансового рынка с учетом критики утилитарных подходов.

В-третьих, даст возможность обогатить инструментарий оценки развития финансового рынка теми методиками и показателями, которые применяются в международном мониторинге финансовых систем (прежде всего методические рекомендации Совета по финансовой стабильности, Всемирного банка, МВФ).

Используя такую предпосылку исследования, мы допускаем, что важнейшей категорией, связанной с содержанием формирующегося финансового рынка, является категория финансовых услуг, которые не ограничиваются услугами финансового посредничества, охватывая также «вспомогательные» и «другие» финансовые услуги. Широкое определение финансовых услуг обращает нас к институциональной (или структурной) трактовке финансовой системы [8]. В этом смысле речь идет о системе институциональных единиц, которые обеспечивают функционирование прямых и опосредованных механизмов финансирования (финансовые рынки и финансовые институты соответственно)<sup>4</sup> [9]. Следовательно, в контексте исследования уместно говорить не только о формирующемся финансовом рынке, но и о формирующейся финансовой системе, в рамках которой, очевидно, и финансовые институты, и финансовые рынки будут иметь

<sup>4</sup> На этом этапе исследования мы подходим к проблемному вопросу о соотношении категорий «финансовая система» и «финансовый рынок», дискуссия о котором в Системе национальных счетов не находит подробного отражения. С одной стороны, термины «финансовая система» и «финансовый рынок» (в этом контексте также «рынок финансовых услуг») могут использоваться как синонимы [8]. С другой стороны, финансовые рынки зачастую рассматриваются как один из основных элементов финансовой системы, который реализует работу прямых механизмов финансирования. Более того, понятие финансового рынка может сводиться к рынку капитала [8]. Не случайно феномен формирующегося финансового рынка в большей степени ассоциируется с рынком прямого доступа [10]. На практике провести четкую грань между финансовыми рынками и финансовыми институтами с учетом реализуемых финансовых механизмов проблематично. Однако такой принцип традиционно используется в теории. Именно на основе принципа разделения финансовых рынков и финансовых институтов основаны многочисленные работы в области финансовой структуры экономики и сравнительные исследования моделей финансового развития [11].

статус формирующихся. Отметим, что термин «страна с формирующимся финансовым рынком» зачастую подразумевает, что речь идет не только о финансовых рынках, но и о финансовых институтах, и об общих условиях и качестве финансовых услуг. Следовательно, термины «страна с формирующимся финансовым рынком» и «формирующаяся финансовая система» могут использоваться как синонимы, что следует учитывать в исследовании их содержания.

### **Определяющие признаки формирующейся финансовой системы**

Руководствуясь методологией макрофинансового анализа, можно сделать вывод о том, что характеристика формирующихся финансовых систем должна опираться на оценку уровня финансовой глубины, эффективности, доступности, стабильности и вместе с тем качества предоставления финансовых услуг [6]. Причем страны с формирующимися финансовыми системами должны занимать особое место, которое позволяет использовать потенциал догоняющего развития по отношению к финансово развитым странам и вместе с тем опережать остальные экономические территории.

Предложенная условная иерархия финансовых систем развивает принципы страновых классификаций, которые используются при подготовке глобальных фондовых индексов. В рамках данных классификаций финансовые рынки, как правило, подразделяются по уровню развития на три группы: развитые (developed markets)<sup>5</sup>, формирующиеся (emerging markets) и пограничные (frontier markets)<sup>6</sup>. По умолчанию предполагается, что

<sup>5</sup> Любопытно, что группа финансово развитых стран, согласно данным классификациям, как правило, совпадает по составу. Данная группа наиболее статична, хотя есть исключения (например, Греция после долгового кризиса переместилась в группу формирующихся), причем как и в случае с формирующимися рынками, не все экономические развитые страны входят в группу стран с развитыми финансовыми рынками (например, это относится к странам Балтии).

<sup>6</sup> См., в частности: What Is the Difference between a Developed, Emerging, and Frontier Market? URL: <https://www.nasdaq.com/article/what-is-the-difference-between-a-developed-emerging-and-frontier-market-cm140649>

все прочие образуют четвертую группу наименее развитых.

В настоящее время группа стран с формирующимся финансовым рынком представлена такими странами, как Бразилия, Венгрия, Греция, Египет, Индия, Индонезия, Катар, Китай, Колумбия, Малайзия, Марокко, Мексика, Объединенные Арабские Эмираты, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Тайвань, Таиланд, Турция, Южная Корея, Филиппины, Чешская Республика, Чили, Южно-Африканская Республика [6]. В отдельных методиках страновых классификаций перечень стран с формирующимся финансовым рынком имеет незначительные различия<sup>7</sup>. Вместе с тем содержание формирующейся финансовой системы понимается неоднозначно. Анализ применяемых в этом отношении подходов<sup>8</sup> позволяет выявить следующие ее определяющие признаки.

*1. Высокий потенциал финансового развития, который, как правило, не сопровождается признаками финансового пресыщения.* Поясним, что согласно гипотезе финансового пресыщения существует предел, после которого финансовое развитие не приносит ожидаемого положительного эффекта и не влияет на состояние и перспективы экономики [13]. Исследования МВФ показали, что именно средний уровень финансового развития, характерный для стран с формирующимся финансовым рынком, включая Российскую Федерацию, дает наиболее весомые преимущества для экономического роста [14]. С позиции формализованных оценок высокий потенциал финансового развития может интерпретироваться двумя основными способами, которые могут использоваться в сочетании.

- В отношении высоких темпов роста индикаторов финансовой глубины (в том

<sup>7</sup> Так, по итогам 2017 г. исключения в некоторых случаях касались Марокко и Южной Кореи [6].

<sup>8</sup> Следует особо отметить обзор основных подходов к трактовке формирующегося рынка, затрагивающий и основные финансовые аспекты его функционирования, который представлен в работе [12].

числе это могут быть такие показатели, как объем активов депозитных институтов, объем активов формальных финансовых институтов, совокупная капитализация рынка акций и облигаций, капитализация рынка акций, капитализация отдельных сегментов рынка облигаций и др., которые, как правило, используются в относительном выражении — в процентах к ВВП).

- С учетом довольно значимых объемов финансовой системы (достаточной финансовой глубины, в оценке которой могут применяться перечисленные показатели). Надо сказать, что критерий достаточности в данном случае четко не определен. Кроме того, формирующиеся финансовые системы продолжают оставаться очень разными [15]. Тем не менее в упоминаемых методиках страновых классификаций «объем финансового рынка» является одним из важнейших критериев оценки. При этом индикаторами объема выступают характеристики рынка акций (капитализация или количество листинговых компаний, которые также зачастую учитываются в относительном выражении — по соотношению с ВВП и численностью населения соответственно). Выявленная особенность оценки объема финансового рынка позволяет сформулировать вопрос о значении публичных компаний в классификации стран по уровню финансового развития [6]. Однако этот вопрос выходит за рамки нашего исследования.

2. *Повышенная финансовая хрупкость*, что в полной мере проявляется на примере российской финансовой системы, в том числе в отношении рыночной волатильности. Характерно, что указания на повышенную волатильность и чрезмерные инвестиционные риски присутствуют во многих определениях формирующегося финансового рынка [15]. Неустойчивость и непредсказуемость рынка объясняется как следствие функциональных и институциональных несовершенств [16]. С тех же позиций «рыночная турбулентность» рассматривается и в качестве типичного признака формирующегося рынка [17], что

подчеркивает системную связь между этими категориями.

Следующие признаки формирующейся финансовой системы можно отнести к дополнительным.

3. *Функционирование в условиях низкого или среднего уровня национального благосостояния* [15] (что не распространяется на Объединенные Арабские Эмираты и Катар). На первый взгляд, уровень национального благосостояния не связан с особенностями финансового развития. Однако доказано, что по мере роста благосостояния национальная модель финансового развития претерпевает изменения: повышается роль рынков прямого доступа, коллективных инвесторов, финансовых институтов контрактного типа, тогда как роль банков становится менее значимой [14]. В то же время для формирующихся финансовых рынков в большей степени характерна модель, ориентированная на банки [15].

4. *Достаточно высокий уровень либерализации*<sup>9</sup>. Этот признак имеет неоднозначное содержание. В характеристике стран с формирующимся рынком он в большей степени касается свободы движения капитала, что по всей видимости связано с происхождением термина. Достаточный уровень либерализации можно понимать и в более широком смысле как относительно высокий уровень экономических свобод, но это не вполне отражает специфику отдельных формирующихся финансовых рынков, в том числе российского [18].

Анализируемые признаки формирующихся финансовых систем отражают общие функциональные и институциональные особенности их функционирования. Однако финансовые институты и инструменты, характерные для стран с формирующимся финансовым рынком, не получили подробного отражения в литературе. В исследовании этих признаков мы обратимся к методологии страновых классификаций, наиболее

<sup>9</sup> См., в частности: Emerging Market. Glossary of Selected Financial Terms. Terms and Definitions. The International Monetary Fund, 2016. URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/glossary/showTerm.asp#E>

детальной и транспарентной из которых выступает классификация FTSE Russel.

### Оценка финансовых рынков по методологии FTSE Russel

Ранние подходы к разделению финансовых рынков по уровню развития в основном базировались на субъективных недетализированных оценках. Отсутствие прозрачности в этом процессе создавало закономерные трудности для инвесторов и регулирующих органов. Новые, более эффективные инструменты в этой области были предложены институтами финансовой информации, включая FTSE Group (в настоящее время — FTSE Russel). Расширение серии глобальных индексов FTSE Group привело к тому, что в 2003 г. агентство выпустило методiku структурированной оценки качества финансового рынка (далее — методика FTSE). В качестве базовых принципов методики были выбраны следующие<sup>10</sup>:

- достаточное качество финансового рынка (качество регулирования, сделок, расчетов и поставок, наличие рынка деривативов);
- существенность (достаточный объем финансового рынка для включения страны в классификацию);
- согласованность и предсказуемость (оценка проводится по заранее известному списку стран и заранее известным критериям оценки);
- ограничение затрат (затраты на оценку рынка должны быть разумными и лимитированными);
- стабильность (новые страны включаются в классификацию в качестве стран с формирующимся финансовым рынком; продвижение в рейтинге происходит только в результате качественного изменения рынка и признания этого глобальным сообществом);

<sup>10</sup> FTSE Country Classification Process. FTSE Russel. 2015. URL: [https://www.ftserussell.com/sites/default/files/research/ftse\\_country\\_classification\\_process\\_final.pdf](https://www.ftserussell.com/sites/default/files/research/ftse_country_classification_process_final.pdf)

– доступность рынка (иностранные инвесторы должны иметь возможность вкладывать средства, а также безопасно и с разумными затратами выводить капитал).

С учетом данных принципов и результатов консультаций с финансовым сообществом были разработаны критерии, позволяющие оценить уровень развития финансового рынка, классифицировать его как развитый, формирующийся (в рамках данной группы — более или менее развитый) или пограничный («рынок на фронтире»).

Методика FTSE содержит качественные и количественные критерии.

Качественные критерии разделены на четыре группы: регулирование, депозитарная и расчетная деятельность, дилерское и брокерское обслуживание, рынок деривативов. В составе каждой группы предусмотрены критерии, которые оцениваются по принципу: «Присутствует», «Частично присутствует/отсутствует», «Отсутствует».

К количественным отнесены: уровень национального благосостояния (оцениваемый по методологии Всемирного банка)<sup>11</sup>, кредитный рейтинг страны, капитализация рынка, количество листинговых компаний. Однако заметим, что процесс ранжирования рынков с учетом количественных критериев не раскрывается.

Таким образом, формализованная оценка и классификация стран строится с учетом соответствия финансовых рынков качественным критериям (*табл. 1*).

Как следует из *табл. 1*, развитые финансовые рынки должны демонстрировать соответствие в основном всем требуемым критериям (допускается небольшое количество частично присутствующих), но главный интерес для нас представляет характеристика формирующихся финансовых рынков, результаты анализа которой мы раскроем далее.

<sup>11</sup> Новая классификация стран. Пресс-релиз. 02.07.2013. URL: <http://www.vsemirnyjbank.org/ru/news/press-release/2013/07/02/new-country-classification>

## Институциональные и инструментальные характеристики формирующегося финансового рынка

Анализ методики FTSE позволяет сформулировать следующие признаки формирующегося финансового рынка:

- транспарентность, в том числе наглядная и своевременная информация о торгах;
- умеренный страновой риск, который отражается в отсутствии запретов и существенных ограничений по распоряжению капиталом, в том числе для иностранных инвесторов; редких случаях несостоявшихся сделок; активном мониторинге рынка со стороны официальных регуляторов;
- высокий уровень операционной эффективности и, следовательно, разумные и конкурентоспособные транзакционные издержки; достаточный уровень конкуренции для обеспечения надлежащего качества депозитарных и брокерских услуг; клиринг, проведение расчетов: T+3 / более короткий срок; уровень ликвидности, достаточный, чтобы поддержать значительные инвестиции.

В основном данные признаки относятся к рынкам прямого доступа (финансовым рынкам в узком понимании), но часть критериев из первого блока методики (инфраструктура и регулирование рынка) релевантна и в общей оценке финансовой системы, что подтверждает выводы, сделанные нами ранее. Рассмотрим выявленные признаки подробнее, акцентируя внимание на признаках для финансового рынка.

1. На наш взгляд, первый признак требует уточнения. В условиях формирующегося финансового рынка достаточно высокая информационная насыщенность сопровождается значимой асимметрией [19], что, по справедливому мнению Ф. Мишкина, зачастую и является драйвером финансовой нестабильности [20]. Поэтому, с нашей точки зрения,

корректнее говорить о среднем уровне информационной прозрачности.

2. Более подробно можно конкретизировать и признак, связанный с уровнем странового риска. Так, наличие в методике FTSE суверенного рейтинга в качестве количественного критерия является скорее информативным, без четкого указания на то, каким должен быть его уровень для отнесения рынка к тому или иному типу. При этом к формирующимся финансовым рынкам причисляются страны и с инвестиционным, и спекулятивным рейтингом<sup>12</sup>, что не вполне сочетается с акцентируемой характеристикой умеренного странового риска. Скорее можно судить о том, что для формирующихся финансовых рынков страновой риск в целом является повышенным<sup>13</sup>.
3. Менее оптимистичной должна выглядеть и характеристика операционной эффективности. При всей справедливости критериев оценки рыночной инфраструктуры, стоит поставить под сомнение признак достаточной ликвидности, не вполне соблюдаемый, к примеру, в случае российского рынка, на котором ликвидность в основном обеспечивается крупнейшими компаниями<sup>14</sup>. Поэтому и третий выявленный признак стоит переформулировать: речь должна идти об умеренном уровне операционной эффективности.

Отметим также, что методика FTSE в основном предъявляет требования к институциональной составляющей. При этом инструментальные критерии почти отсутствуют. Исключение составляют упоминания о «свободных и хорошо развитых» рынке долевых инструментов и

<sup>12</sup> FTSE Country Classification Process.

<sup>13</sup> Заметим, что сопоставимое допущение используется при оценке премий за риск в инвестиционном анализе, если речь не идет о развитых рынках [21].

<sup>14</sup> Так, по данным за первое полугодие 2018 г., 78,1% оборота на внутреннем биржевом рынке акций приходился на 10 крупнейших эмитентов. Аналогичный показатель по внутреннему биржевому рынку корпоративных облигаций составил 63,6%. См.: Российский фондовый рынок: I полугодие 2018. URL: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=11860>

валютном рынке, а также о развитом рынке деривативов. При этом критерии оценки не конкретизированы.

Что касается формирующихся финансовых рынков, методика не учитывает их повышенной зависимости от уровня свободы и развития рынка долевых инструментов. Кроме того, в ней отсутствует критерий, касающийся уровня развития рынка долговых инструментов. Вместе с тем формирующиеся финансовые рынки зачастую демонстрируют повышенную зависимость от уровня развития рынка облигаций, в том числе его государственного сегмента.

С учетом того, что методика классификации стран FTSE ориентирована главным образом на международных инвесторов, представляется необоснованным и отсутствие в ней требований к валютному рынку. Даже с учетом того, что для формирующихся финансовых рынков являются обязательными критерии, связанные с гарантией вывода инвестированного капитала (*табл. 1, строки 3, 4*), неработающий или недостаточно развитый валютный рынок не позволит репатриировать капитал в случае возможной неконвертируемости национальной валюты.

Таким образом, мы предлагаем дополнить перечень признаков формирующегося финансового рынка следующими инструментальными характеристиками:

- 1) рынок долевых инструментов, в том числе представлены инструменты с высокой ликвидностью;
- 2) внутренний и (или) зарубежный рынок государственных и корпоративных долговых инструментов;
- 3) рынок деривативов, на котором представлены и обладают ликвидностью контракты на основные валюты и долевые инструменты;
- 4) свободный и хорошо развитый рынок основных мировых валют.

Наши выводы коррелируют с результатами исследования Э.С. Прасада [16], в котором он доказывает, что для стран с формирующимся

финансовым рынком в большей степени необходимо развитие инструментов рынка капитала и основных валютных деривативов, тогда как внедрение сложных финансовых инноваций — задача далеко не первостепенной важности.

В завершение отметим, что наличие количественных критериев в методике оценки финансового развития без четких требований к их величине делает такую оценку менее объективной<sup>15</sup>. Нельзя игнорировать тот факт, что формирующиеся финансовые рынки обычно демонстрируют повышенную зависимость от ценовых колебаний, в особенности в кризисные периоды. Таким образом, подтверждается наш вывод о том, что оценка финансовых рынков по уровню финансового развития нецелесообразна в отрыве от основных характеристик финансовых систем.

## Заключение

Теоретическое осмысление феномена формирующегося финансового рынка требует системного и последовательного подхода, который лишь отчасти используется на практике. Анализ литературы и методических рекомендаций в этой области показал, что в оценке формирующихся финансовых рынков наблюдается эклектика. Основным акцент, как правило, делается на характеристику финансовых рынков (в узком понимании), но вместе с тем учитываются условия и общие характеристики финансового развития. Во многих случаях под формирующимся финансовым рынком подразумевается

<sup>15</sup> Так, оценку качественных критериев по методике FTSE проводят регуляторы рынка и организаторы торговли (фондовые биржи), для чего им направляется опросный лист. Полученные ответы передаются в Консультативный комитет по классификации стран FTSE Russel, который состоит из практикующих специалистов финансового рынка, являющихся экспертами в торговле, портфельном менеджменте, депозитарной и расчетной деятельности. Члены комитета подтверждают или изменяют оценку, а также принимают решение об отнесении рынка к той или иной категории. Однако несмотря на многоступенчатую процедуру и высокий профессиональный уровень привлекаемых экспертов, требование к характеристике финансовых рынков с привлечением более широкого спектра количественных критериев не представляется нам избыточным, поскольку позволит нейтрализовать проблему морального риска, что, по мнению авторов, корреспондирует с актуальной дискуссией о деятельности рейтинговых агентств [22].



формирующаяся финансовая система. Однако характер взаимосвязи категорий финансового рынка и финансовой системы не раскрывается.

По мнению авторов, содержание формирующегося финансового рынка должно анализироваться через призму институциональной трактовки финансовой системы. Использование данной трактовки позволяет говорить о формирующемся финансовом рынке как элементе формирующейся финансовой системы, для которой характерны такие определяющие признаки, как высокий потенциал развития, повышенная финансовая хрупкость, а также, как правило, функционирование в условиях низкого или среднего уровня национального благосостояния и достаточно высокого уровня либерализации.

В свою очередь в отношении формирующегося финансового рынка можно говорить о таких институциональных и инструментальных признаках, как средний уровень информационной прозрачности,

повышенный страновой риск, умеренный уровень операционной эффективности.

К признакам относится и наличие рынка долевого инструментария (включая инструменты, обладающие высокой ликвидностью); внутреннего и (или) зарубежного рынка государственных и корпоративных долговых инструментов; рынка деривативов, на котором представлены и обладают ликвидностью контракты на основные валюты и долевого инструментария; свободного и хорошо развитого рынка основных мировых валют.

Подчеркнем, что системный и последовательный подход к исследованию содержания и признаков формирующегося финансового рынка создает перспективу для дальнейшего научного поиска, который, как ожидается, позволит дополнить полученные нами результаты в двух направлениях: обосновать более детальную формализованную характеристику формирующихся финансовых систем; в рамках данной характеристики отдельно предусмотреть признаки финансовых рынков и финансовых институтов как основных сегментов рынка финансовых услуг.

**Таблица 1****Матрица классификации стран по уровню развития финансового рынка****Table 1****A classification matrix of countries by level of financial market development**

Группа / критерий	Развитые рынки	Более развитые формирующиеся рынки	Менее развитые формирующиеся рынки	Рынки на фронтире
<i>Инфраструктура и регулирование рынка</i>				
1. Официальные регуляторы проводят активный мониторинг рынка	X	X	X	X
2. Справедливое и непредвзятое отношение к миноритариям	X	X	—	—
3. Отсутствие ограничений и (или) исключительные случаи ограничений в отношении иностранного капитала	X	X	—	—
4. Отсутствие запретов, существенных ограничений по распоряжению капиталом или репатриации капитала, прибыли	X	X	X	X
5. Свободный и хорошо развитый рынок долевых инструментов	X	X	—	—
6. Свободный и хорошо развитый валютный рынок	X	X	—	—
7. Процесс регистрации иностранных инвесторов отсутствует/несложный	X	X	—	—
<i>Депозитарная и расчетная деятельность</i>				
8. Редкие случаи несостоявшихся сделок	X	X	X	X
9. Достаточный уровень конкуренции для обеспечения надлежащего качества депозитарных услуг	X	X	X	—
10. Клиринг, проведение расчетов: T+3 / более короткий срок (дата проведения торгов + 3 дня)	X	X	X	(T+5)
11. Разрешено кредитование ценными бумагами	X	—	—	—
12. Свободная поставка ценных бумаг (без требования немедленной оплаты)	X	—	—	—
13. Счет «омнибус», доступный для международных инвесторов	X	X	—	—
<i>Дилерское и брокерское обслуживание</i>				
14. Достаточный уровень конкуренции для обеспечения высокого качества брокерских услуг	X	X	X	—
15. Ликвидность рынка достаточная, чтобы поддержать значительные глобальные инвестиции	X	X	X	—
16. Разумные и конкурентоспособные транзакционные издержки	X	X	X	—
17. Разрешены короткие продажи	X	—	—	—
18. Разрешены внебиржевые сделки	X	—	—	—
19. Эффективный механизм трейдинга	X	—	—	—
20. Транспарентность — наглядная и своевременная информация о торгах	X	X	X	X
<i>Деривативы</i>				
21. Развитый рынок деривативов	X	—	—	—

Источник: FTSE Country Classification Process, p. 7.

URL: <https://www.ftserussell.com/files/research/ftse-country-classification-process>

Source: FTSE Country Classification Process, p. 7.

URL: <https://www.ftserussell.com/files/research/ftse-country-classification-process>

**Список литературы**

1. *Van Agtmael A.* The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World. New York, Free Press, 2007, 384 p.
2. *Квинт В.Л.* Стратегическое управление и экономика на глобальном формирующемся рынке. М.: Бизнес Атлас, 2012. 626 с.
3. *Jahan S., McDonald B.* Bystanders at the Collapse. *Finance & Development*, 2012, vol. 49, no. 2, pp. 24–26. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/jahan.pdf>
4. *Derviş K.* Convergence, Interdependence, and Divergence. *Finance & Development*, 2012, vol. 49, no. 3, pp. 10–14. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/pdf/dervis.pdf>
5. *Булатов А.С.* Россия в международном движении капитала: перелом тенденций // Вопросы экономики. 2017. № 5. С. 148—158. URL: <http://institutiones.com/investments/3016-rossiya-v-mezhdunarodnom-dvizhenii-kapitala.html>
6. *Львова Н.А.* Концепция финансовой диагностики публичных компаний для формирующегося финансового рынка // Экономика и предпринимательство. 2018. № 9. С. 940—948.
7. *Hammond G., Kanbur R., Prasad E. (Eds).* Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets. Cheltenham, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2009, 368 p.
8. *Золотарева О.А., Голикова А.С., Иванов В.В. и др.* Реформирование институтов финансово-кредитных систем стран с формирующимися рынками: монография. Пинск: ПолесГУ, 2017. 140 с.
9. *Bodie Z., Merton R.C., Cleeton D.L.* Financial Economics. 2nd ed. New Jersey, Pearson Prentice Hall, 2012, 512 p.
10. *Mishkin F.S., Eakins S.G.* Financial Markets and Institutions. 8th ed. New Jersey, Pearson, 2014, 712 p.
11. *Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K.* Financial Structure and Growth. *BIS Quarterly Review*, March 2014, pp. 21–35. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf)
12. *Mody A.* What Is an Emerging Market? *IMF Working Paper*, 2004, no. WP/04/177, 23 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04177.pdf>
13. *Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U.* Too Much Finance? *Journal of Economic Growth*, 2015, vol. 20, iss. 2, pp. 105–148. URL: <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
14. *Sahay R., Cihák M., N'Diaye P. et al.* Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*, May 2015, no. 15/08, 41 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
15. *Рубцов Б.Б.* Современные фондовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. 926 с.
16. *Prasad E.S., Kawai M. (Eds).* Financial Sector Regulation and Reforms in Emerging Markets: An Overview. In: Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets. Tokyo, Washington, DC, Asian Development Bank Institute, Brookings Institution Press, 2011, pp. 3–24. URL: <http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/fm.pdf>

17. *Johanson J., Johanson M.* Entering Emerging Markets: Ignorance and Discovery. In: *Global Firms and Emerging Markets in an Age of Anxiety*. Ed. Prasad S.B., Ghauri P.N. Westport, London, PRAEGER, 2004, pp. 207–224.
18. Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее / под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2017. 384 с.
19. *Darushin I.A., Lvova N.A., Ivanov V.V. et al.* The Russian Stock Market: Is It Still Efficient? In: *Innovation Management and Education Excellence Vision 2020: From Regional Development Sustainability to Global Economic Growth. The 27th IBIMA Conference Proceedings*. IBIMA, 2016, pp. 818–828.
20. *Mishkin F.S.* Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1999, vol. 13, iss. 4, pp. 3–20. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.3>
21. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 9-е изд., перераб. и доп. М.: Альпина Паблишер, 2016. 1316 с.
22. *Uslu Ç.L.* Examining the Behavior of Credit Rating Agencies Post 2008 Economic Turmoil. *International Journal of Management and Economics*, 2017, vol. 53, iss. 4, pp. 61–76. URL: <https://doi.org/10.1515/ijme-2017-0026>

#### **Информация о конфликте интересов**

Мы, авторы данной статьи, со всей ответственностью заявляем о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

**INSTITUTIONS AND INSTRUMENTS OF THE EMERGING FINANCIAL MARKET****Nadezhda A. L'VOVA<sup>a\*</sup>, Ivan A. DARUSHIN<sup>b</sup>**<sup>a</sup> Saint Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation  
n.lvova@spbu.ru  
<https://orcid.org/0000-0002-9467-2785><sup>b</sup> Saint Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation  
i.darushin@spbu.ru  
<https://orcid.org/0000-0001-5246-3056>

\* Corresponding author

**Article history:**Received 25 October 2018  
Received in revised form  
8 November 2018  
Accepted 22 November 2018  
Available online  
28 February 2019**JEL classification:** G00, G10,  
G20**Keywords:** financial market,  
financial system, financial  
services, financial institutions,  
financial instruments**Abstract****Subject** The paper discusses the issues related to emerging financial markets in the context of modern financial systems and methodological approaches to the assessment of financial development.**Objectives** The paper aims to disclose the content and main characteristics of the emerging financial market in conjunction with the category *emerging financial system* and analyze the criteria to assess the level of financial development.**Methods** For the study, we used the methods of logical analysis, theoretical generalization and systematization.**Results** The paper identifies functional and institutional features of the emerging financial system and emerging financial market.**Conclusions** An emerging financial market is part of the emerging financial system. The existing approaches to assess the level of development of the financial market do not consider the institutional and instrumental features of its functioning. The most important characteristic for an emerging financial market is the development of equity and debt and foreign exchange markets.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2018

**Please cite this article as:** L'vova N.A., Darushin I.A. Institutions and Instruments of the Emerging Financial Market. *Finance and Credit*, 2019, vol. 25, iss. 2, pp. 248–262.  
<https://doi.org/10.24891/fc.25.2.248>**Acknowledgments**

The study was supported by the Russian Foundation for Basic Research, project № 18-010-00085.

**References**

1. Van Agtmael A. *The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World*. New York, Free Press, 2007, 384 p.
2. Kvint V.L. *Strategicheskoe upravlenie i ekonomika na global'nom formiruyushchemsya rynke* [Strategic management and economy in the global emerging market]. Moscow, Business Atlas Publ., 2012, 626 p.
3. Jahan S., McDonald B. Bystanders at the Collapse. *Finance & Development*, 2012, vol. 49, no. 2, pp. 24–26. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/jahan.pdf>
4. Derviş K. Convergence, Interdependence, and Divergence. *Finance & Development*, 2012, vol. 49, no. 3, pp. 10–14. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/09/pdf/dervis.pdf>

5. Bulatov A.S. [Russia in international capital movement: Turn of tendencies]. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 5, pp. 148–158. URL: <http://institutiones.com/investments/3016-rossiya-v-mezhdunarodnom-dvizhenii-kapitala.html> (In Russ.)
6. L'vova N.A. [A concept of financial diagnostics of public companies for the emerging financial market]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2018, no. 9, pp. 940–948. (In Russ.)
7. Hammond G., Kanbur R., Prasad E. (Eds). *Monetary Policy Frameworks for Emerging Markets*. Cheltenham, Northampton, Edward Elgar Publishing, 2009, 368 p.
8. Zolotareva O.A., Golikova A.S., Ivanov V.V. et al. *Reformirovanie institutov finansovo-kreditnykh sistem stran s formiruyushchimisya rynkami: monografiya* [Reformation of financial and credit institutions in countries with emerging markets: a monograph]. Pinsk, Polesky State University Publ., 2017, 140 p.
9. Bodie Z., Merton R.C., Cleeton D.L. *Financial Economics*. 2nd ed. New Jersey, Pearson Prentice Hall, 2012, 512 p.
10. Mishkin F.S., Eakins S.G. *Financial Markets and Institutions*. 8th ed. New Jersey, Pearson, 2014, 712 p.
11. Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. Financial Structure and Growth. *BIS Quarterly Review*, March 2014, pp. 21–35. URL: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1403e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403e.pdf)
12. Mody A. What Is an Emerging Market? *IMF Working Paper*, 2004, no. WP/04/177, 23 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04177.pdf>
13. Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. Too Much Finance? *Journal of Economic Growth*, 2015, vol. 20, iss. 2, pp. 105–148. URL: <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
14. Sahay R., Cihák M., N'Diaye P. et al. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. *IMF Staff Discussion Note*, May 2015, no. 15/08, 41 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
15. Rubtsov B.B. *Sovremennye fondovye rynki* [Current stock markets]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2007, 926 p.
16. Prasad E.S., Kawai M. (Eds). Financial Sector Regulation and Reforms in Emerging Markets: An Overview. In: *Financial Market Regulation and Reforms in Emerging Markets*. Tokyo, Washington, DC, Asian Development Bank Institute, Brookings Institution Press, 2011, pp. 3–24. URL: <http://prasad.dyson.cornell.edu/doc/fm.pdf>
17. Johanson J., Johanson M. Entering Emerging Markets: Ignorance and Discovery. In: *Global Firms and Emerging Markets in an Age of Anxiety*. Ed. Prasad S.B., Ghauray P.N. Westport, London, PRAEGER, 2004, pp. 207–224.
18. Mirkin Ya.M. (Ed.) *Finansovye rynki Evrazii: ustroistvo, dinamika, budushchee* [Financial markets of Eurasia: organization, dynamics, and the future]. Moscow, Magistr Publ., 2017, 384 p.
19. Darushin I.A., Lvova N.A., Ivanov V.V. et al. The Russian Stock Market: Is It Still Efficient? In: *Innovation Management and Education Excellence Vision 2020: From Regional Development Sustainability to Global Economic Growth*. The 27th IBIMA Conference Proceedings. IBIMA, 2016, pp. 818–828.

20. Mishkin F.S. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues. *Journal of Economic Perspectives*, Fall 1999, vol. 13, iss. 4, pp. 3–20. URL: <https://doi.org/10.1257/jep.13.4.3>
21. Damodaran A. *Investitsionnaya otsenka: Instrumenty i metody otsenki lyubykh aktivov* [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2016, 1316 p.
22. Uslu Ç.L. Examining the Behavior of Credit Rating Agencies Post 2008 Economic Turmoil. *International Journal of Management and Economics*, 2017, vol. 53, iss. 4, pp. 61–76. URL: <https://doi.org/10.1515/ijme-2017-0026>

### **Conflict-of-interest notification**

We, the authors of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.