

ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ: ОТ ИСТОРИЧЕСКОЙ РЕТРОСПЕКТИВЫ К ЦИФРОВОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ

Котова В.А.* (Республика Беларусь, г. Минск)

Аннотация. В статье рассмотрены практические аспекты функционирования развитых и развивающихся рынков капитала. Приоритетное внимание уделено исторической ретроспективе и современному состоянию финансовых рынков, тенденциям глобализации, виртуализации и цифровой трансформации рынков, оказывающим противоречивое влияние на их текущее состояние и перспективное развитие.

Ретроспективный анализ истории финансовых рынков свидетельствует о том, что она подобна красиво инкрустированной короне, украшенной множеством драгоценных жемчужин. Варьируясь от сказочных богатств и изобретенных векселей рыцарей Ордена Храма – тамплиеров, созданного во времена Крестовых походов в Святой Земле – Палестине и упраздненного впоследствии французским королем Филиппом IV Красивым, к произведениям искусства венецианских дождей и флорентийских ювелиров-банкиров знаменитого клана Медичи, они увенчаны золотом, которое, по образному выражению Питера Бернстайна, «своей нетленной красотой было подобно солнцу, и люди постоянно обращали к нему свои надежды на защиту от мрака грядущего» [1]. В мире финансового рынка фигурируют и акционерные капиталы конкурировавших между собой Голландской и Британской Ост-Индских компаний, стимулировавшие пышный расцвет овечьей ореолом мифов и легенд эпохи Великих географических открытий.

Будучи конкретизированным в графиках и цифровых индикаторах, финансовый рынок требует скрупулезного исследования, так как полон опасностей для непросвещенных: в нем в одночасье создаются богатства, в том числе, и виртуального характера, и столь же молниеносно исчезают огромные капиталы. С начала семнадцатого века в этом мире рождаются спекулятивные мании: от тюльпанов, завезенных в европейские столицы Огиром Гизелином де Бусбеком, послом австрийских Габсбургов при дворе Сулеймана Великолепного в Константинополе, до шотландца Джона Ло, именуемого «волшебником кредита» и отцом первой финансовой пирамиды, первоначально обогатившего французскую королевскую казну после кончины Людовика XIV, короля-Солнце, но впоследствии ее же и разорившего.

Но именно он, этот грандиозный, увлекательный мир, таит в себе и великолепный инвестиционный потенциал, раскрытие и использование которого может способствовать возрождению финансового сектора в национальных экономиках во всем многообразии его составляющих, обеспечению реального сектора инвестиционными ресурсами в целях динамичного хозяйственного развития.

Финансовые рынки постсоветского пространства обладают своей богатой и интересной историей, которая в своем наиболее зрелом воплощении начинается в XIX веке. Наглядной иллюстрацией дореволюционного позитивного опыта являлось активное промышленное и железнодорожное строительство, осуществляемое в эпоху царствования российского императора Александра II. В качестве инструментов, способствовавших данным процессам, фигурировало множество ценных бумаг, главным образом, – векселей, акций и облигаций. Приоритетное внимание, уделяемое финансовой истории развитых и развивающихся рынков капитала может способствовать поиску таинственного «золотого ключика», открывающего двери в мир изобилия, богатства и процветания.

Не абстрагируясь от исторической ретроспективы, следует отметить и такое значимое обстоятельство. На развитых западных рынках с преобладающими моделями англосаксонской ориентации и традициями «протестантского капитализма» финансовые институты, инструменты и механизмы перелива

* Котова Виктория Анатольевна, кандидат экономических наук, доцент кафедры экономической теории, Академия управления при Президенте Республики Беларусь.

капитала развивались в течение нескольких столетий. В отличие от подобных обстоятельств «новой» история рынков ценных бумаг постсоветского пространства (России, Беларуси, Украины, Казахстана) едва выходит за рамки совершеннолетия. При этом абсолютно невозможным является перенесение готовых неоклассических финансовых моделей на отечественную экономику ввиду совершенно отличных исходных предпосылок цивилизационного, социокультурного, исторического, ментального и даже религиозного характера. Кроме того неоклассическая равновесная парадигма является идеализированной теоретической конструкцией, в реальности не применимой к развивающимся рынкам, поскольку они, предоставленные сами себе, без активного участия государства, не могут достичь состояния равновесия [2].

Тем не менее, функционирование современных мировых финансовых систем свидетельствует о том, что и для развитых и для развивающихся рынков характерно действие множества противоречивых, неоднозначных тенденций. В их числе: глобализация и интернационализация рынков капитала, виртуализация финансовых активов, цифровая трансформация.

Процессы финансовой глобализации, открытость границ и достижение высокого уровня интеграции мировыми финансовыми рынками способствовали более быстрому перемещению потоков капитала между странами с их приоритетной концентрацией в сфере развивающихся рынков капитала. Данная ситуация влечет за собой множество позитивных перемен разнообразного характера, проявляемых в расширении спектра инвестиционных возможностей для различных категорий сберегателей финансовых ресурсов, появлении инновационных элементов инфраструктуры и усилении информационной прозрачности (транспарентности) рынков, совершенствовании институциональной среды в части первоочередной защиты законных прав и интересов инвесторов. Однако противоречивое содержание глобализации наряду с позитивными изменениями генерирует и явления негативного характера. В их числе наибольшую значимость приобретает усиление кризисного потенциала рынков капитала разных стран мира, и, в первую очередь, развивающихся рынков, появление деструктивных составляющих их финансовой «архитектуры», порождающих перемещение «горячих» потоков капиталов к точкам аномально высокой доходности и усиливающих спекулятивную компоненту финансовых рынков, выхолащивая при этом его инвестиционную составляющую.

Характерной особенностью современных рынков является и виртуализация ценных бумаг, осуществляемая посредством перевода из материальных активов в бездокументарную форму, на электронные носители. Наиболее характерным примером являются акционерный капитал, акции, права собственности по которым в настоящее время удостоверяются выпиской со специального счета «депо» в уполномоченном депозитарии. Уходят в далекое прошлое исторические ценные бумаги с их красивой формой и блистательным инвестиционным содержанием, в числе которых акции обществ Лианозовых, Гучковых, Морозовых в России, «Табачной фабрики Шерешевский г.Гродно» и др.

На российском и белорусском рынках капитала виртуализация финансовых активов часто сопровождается изменением и качественного, содержательного наполнения. Так, формированию эффективного рынка акционерного капитала, обслуживающего интересы реального сектора экономики, в настоящее время препятствуют:

- противоречие между наличием узкого спектра финансовых активов, представленного в значительной части неликвидными акциями российских и белорусских эмитентов и предъявляемым спросом на инструменты рынка ценных бумаг со стороны индивидуальных и институциональных инвесторов с наиболее благоприятным сочетанием доходности и рискованности вложений. Данное обстоятельство влечет за собой ограниченность инвестиционных альтернатив, усиления рисковой компоненты в части дополнения рыночных рисков несистематическими, варьируемыми в зависимости от динамики цен и доходностей конкретных финансовых активов;
- фактическое отсутствие в Республике Беларусь коллективных инвестиций, инвестиционных фондов, способствующих снижению пороговых барьеров для вхождения на финансовый рынок различных категорий инвесторов, их равнодоступности в отношении достижения высокого уровня диверсификации вложений, снижения рискованности финансовых операций, значительного сокращения транзакционных издержек всех участников;

- преобладание низкого качества корпоративной культуры и корпоративного управления на российских и белорусских предприятиях, слабой степени информационной эффективности, не способствующих расширению спектра возможностей для осуществления инвестиционного анализа и принятия взвешенных инвестиционных решений;
- проблемным остается и противоречие между уровнями доходности, которая может быть получена на предприятиях реального сектора экономики, и в процессах инвестирования в финансовые активы, вследствие чего возникает грандиозный отрыв финансовой составляющей от производственной сферы с соответствующим возрастанием объемов спекулятивных операций и их преобладанием над процессами трансформации сбережений в инвестиции.

При наличии достаточно высоких количественных показателей уровней рыночной капитализации качественное несовершенство российского рынка находит свое отражение в чрезмерно высокой степени концентрации вокруг акций «голубых фишек», в отраслевых и региональных диспропорциях и неоптимальной структуре эмитентов, оффшорном характере рынка, ограниченной ликвидности, значительной асимметрии финансовых ресурсов, непрозрачной структуре бизнеса и денежных потоков компаний, аномально высоких уровнях рисков и др.

В качественном отношении рынок акционерного капитала не оправдывает горячо возлагаемые на него надежды в части ориентации на акции как на приоритетный *Источник* инвестиций для отечественных компаний (подобная ориентация характерна для англосаксонской модели фондового рынка). В большинстве случаев акционерный капитал является инструментом перераспределения собственности, инструментом корпоративного контроля, не достигнув того уровня зрелости, которая в перспективе поможет наилучшим образом опосредовать финансовые потоки, стимулирующие экономическое развитие, преобразовывать сбережения в инвестиции.

Кроме того, в настоящее время развивающимся долговым рынкам также присущи некоторые негативные характеристики. В качестве одного из важнейших *Источников* несовершенства облигационных рынков следует выделить существующие агентские издержки (agency costs), возникающие как результат противоречий между интересами акционеров, владельцев облигаций, менеджеров, наемных работников, облакаемых в форму агентских отношений, а также издержки финансовой несостоятельности (банкротства). Вследствие наличия данных издержек заемные ресурсы будут обходиться тем дороже, чем более значителен показатель долга в структуре капитала компании, более высок уровень финансового рычага (financial leverage). Данное утверждение противоречит теореме Модильяни – Миллера, содержание которой сводится к независимости стоимости компании от структуры ее капитала [4].

На неликвидном формирующемся рынке, характеризующемся показателями низкой капитализации, интересы акционеров, наделяемых титулами собственности на финансовые активы на безвозмездной основе либо со значительными скидками, игнорируются топ-менеджерами. В целях предотвращения процессов размывания акционерного капитала и сохранения контроля за деятельностью корпораций, выбор зачастую осуществляется в пользу долгового финансирования в ущерб долевого. При этом ограничение доступа экономических субъектов к формирующимся рынкам капитала и банковским кредитным ресурсам создают возможности для усиления монопольного положения кредиторов и необоснованного повышения ими стоимости заимствований.

Декларируемое предоставление долга по безрисковым ставкам нереально в условиях формирующихся рынков капитала в силу проблематичности процессов страхования рисков и использования страховых операций, главным образом, либо в целях минимизации налогообложения корпораций либо удорожания предоставляемых кредитов.

Вне внимания исследователей остается еще одно важное обстоятельство, определяемое спецификой формирующихся рынков капитала. Так, в процессах обеспечения корпораций заемным финансированием имеет место идентификация стоимости привлекаемого капитала с процентной ставкой, выплачиваемой по долгу (купонной ставкой, рассчитываемой в зависимости от размера номиналов корпоративных облигаций). Подобное совпадение теоретически возможно, но в реальности стоимость заемного капитала отлична от выплачиваемых корпорацией процентных выплат. Данной ситуации способствует

наличие ее скрытой составляющей, включающей в себя различного рода комиссионные; расходы, связанные с оформлением залога; неплатежи субъектов хозяйствования и др.

В России и Беларуси национальные рынки облигаций в течение длительного времени отождествлялись, главным образом, с рынком государственного долга, получая также свое воплощение в незначительных объемах корпоративных заимствований банков и нескольких крупных промышленных предприятий. Следствием неразвитости данного сегмента рынка капитала являлось отсутствие долгосрочного долга в структуре капитала большинства отечественных компаний. Данному обстоятельству способствовали также краткосрочный характер банковского кредитования и ограниченный доступ предприятий на мировые рынки капитала. Низкий уровень развития долгового рынка в стране свидетельствует о заниженной стоимости бизнеса и недооценке активов со стороны внутренних и внешних инвесторов, информационной неэффективности рынка капитала, не способного отразить в ценах всю имеющуюся информацию, наличии узкого круга кредиторов и, следовательно, сокращении возможностей финансирования отечественных корпораций, что оказывает значимое влияние и на величину и на стоимость заемного капитала в сторону его удорожания.

В то же время часть средств в условиях реформируемой национальной экономики достается предприятиям фактически бесплатно. В их числе бюджетные субсидии, дотации, а также просроченная кредиторская задолженность, которая в условиях хронической неплатежеспособности субъектов хозяйствования может рассматриваться ими в качестве дополнительного *Источника* капитала (что противоречит мировой практике, где существует три основных *Источника* капитала – собственные средства предприятий, доленое и заемное финансирование).

Таким образом, можно констатировать, что российский и белорусский финансовые рынки в течение длительного периода времени создавались и функционировали в большей степени формально, чем содержательно, не способствуя удовлетворению взаимных интересов эмитентов и инвесторов, аккумуляции внутренних инвестиционных ресурсов и стимулированию экономического роста.

Повсеместно в электронный формат переводятся торги с ценными бумагами, оставляя на просторах финансовых рынков несколько классических фондовых бирж, где можно наблюдать за действиями и красноречивой жестикуляцией брокеров, облаченных в яркие цветные одежды. Как правило, торги проводятся в режиме on-line за экранами компьютеров, сопровождаясь появлением новейших цифровых технологий.

Цифровая трансформация проявляет себя и на валютном сегменте финансовых рынков, находя свое воплощение в появлении множества криптовалют, наибольшую популярность в среде которых набирает биткоин, основанный на технологии блокчейн.

О популярности биткоина свидетельствует тот факт, что в марте 2017 года его цена превысила стоимостные параметры драгоценного металла, криптовалюта оказалась дороже тройской унции физического золота. По данным Bloomberg Markets цена одной унции драгоценного металла торгуется в пределах \$1,225.56 – \$1,236.34, а средневзвешенная цена биткоина уже составляет \$1275.90/BTC (по данным coinmarketcap)[3]. Предоставляя пользователям некоторые преимущества (не подверженность инфляции, высокая степень защищенности), тем не менее использование данной технологии имеет следствием высокий уровень волатильности, отсутствие гарантий сохранности так называемых криптокошельков ввиду невозможности регулятивного воздействия на данный сегмент рынка.

Следует отметить, что цифровая трансформация финансовых рынков влечет за собой и усиление их информационной асимметрии. Так, институциональные инвесторы, включенные в листинг биржи, обладают несомненными преимуществами по сравнению с индивидуальными сберегателями финансовых ресурсов, располагая значительно большими объемами эксклюзивной информации, близкой к инсайдерской. Кроме того, мошеннические операции на рынках ценных бумаг нередки и находят свое отражение в фактах несправедливой торговли, подразумевающей как манипулирование ценами, так и осуществление инсайдерской торговли в целях быстрого обогащения.

В данном контексте необходимо внедрение системы наблюдения за развивающимися рынками в режиме реального времени. Данная система должна способствовать выявлению подозрительных сде-

лок, основываясь на наблюдении за рынком в режиме реального времени, и препятствовать появлению возможностей для несправедливой торговли, предоставляя при этом фактические доказательства ее осуществления. Следствием внедрения данной системы должно явиться повышение прозрачности и инвестиционной привлекательности финансового рынка.

Качественное совершенствование обозначенных сегментов финансовых рынков может повлечь за собой как усиление роли страховых и инвестиционных компаний, так и преобладание инвестиционной компоненты, ориентированной на приобретение отечественных и зарубежных фондовых ценностей долгосрочного характера, способствующих диверсификации инвестиционных вложений на основе критериев инвестиционной привлекательности.

Оптимальное сочетание экономического либерализма и государственного регулирования на развивающихся рынках капитала в условиях их цифровой трансформации может способствовать качественному улучшению инвестиционного климата в стране, расширению спектра индивидуальных и институциональных инвесторов, привлечению требуемых объемов ресурсов в реальный сектор национальной экономики, успешному взаимодействию государственных и рыночных структур в целях создания совокупности благоприятных условий для создания эффективного рынка капитала, стимулирующего устойчивое экономическое развитие.

В свою очередь, эффективный рынок капитала поможет компаниям снижать стоимость привлечения финансовых ресурсов, до минимума сокращать транзакционные издержки, инвесторам предоставит возможности получения требуемого уровня доходности инвестиций с минимизацией возможных рисков, способствуя тем самым эффективному распределению национальных ресурсов.

Список литературы

- [1] Бернштейн П. Власть золота. История наваждения / пер. с англ. – М.: Олимп-Бизнес, 2004. – 400 с.
- [2] Котова В.А. Финансовый рынок: курс лекций. – Минск: ГИУСТ БГУ, 2013. – 216 с.
- [3] Цена биткоина превысила цену одной унции золота.
URL: <http://coinews.io/ru/category/3-bitcoin/article/323-cena-bitkoina-prevysila-cenu-odnoj-uncii-zolota#sthash.HEnN0o3i.dpuf> (03.06.2017).
- [4] Modigliani F. and Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. – American Economic Review, 58. December, 1958. – P. 261–297.